

# ***Private Equity* en España. Oportunidades de crecimiento**

**Ana Isabel Fernández  
(coordinadora)**





# ***Private Equity* en España. Oportunidades de crecimiento**

---

Ana Isabel Fernández (*coordinadora*)

Funcas

**PATRONATO**

ISIDRO FAINÉ CASAS  
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN  
FERNANDO CONLLEDO LANTERO  
CARLOS EGEA KRAUEL  
MIGUEL ÁNGEL ESCOTET ÁLVAREZ  
AMADO FRANCO LAHOZ  
MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ  
PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA  
ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ  
GREGORIO VILLALABEITIA GALARRAGA

**DIRECTOR GENERAL**

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA

Impreso en España  
Edita: Funcas  
Caballero de Gracia, 28, 28013 - Madrid  
© Funcas

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

ISBN: 978-84-15722-92-2  
ISBN: 978-84-15722-93-9  
Depósito legal: M-26522-2018  
Imprime: Cecabank

## Sumario

---

Colaboradores	VII
Introducción	1
<i>Ana Isabel Fernández</i>	
<b>Evolución del <i>venture capital</i> y <i>private equity</i> en España y de su papel sobre la economía española</b>	9
<i>José Martí Pellón, José Zudaire y Ángela Alférez</i>	
I. Introducción	9
II. El papel del sector público en el arranque del sector en España	10
III. La extensión del concepto de <i>private equity</i> (PE)	17
IV. La llegada de la crisis financiera y sus consecuencias	21
V. Evolución reciente y perspectivas futuras	23
VI. Conclusiones	25
Bibliografía	26
<b>Perspectiva global de futuro del <i>private equity</i></b>	29
<i>Juan López del Alcázar</i>	
I. Introducción	29
II. Captación de fondos	30
III. La actividad de inversión en el último ciclo y claves para el futuro	36
IV. La actividad de desinversión en el último ciclo y claves para el futuro	41
V. Conclusiones	45
<b>Fase de captación de fondos: equilibrio de los distintos intereses en juego</b>	47
<i>Félix Ferreño Pérez</i>	
I. Introducción a la materia y presentación del análisis realizado	47
II. Horizonte temporal: duración del fondo y periodo de inversión	49

## Sumario

---

III. Determinación de la política de inversión del fondo y diversificación del riesgo	50
IV. Gobierno corporativo e independencia del equipo	51
V. Alineamiento de intereses económicos: compromiso de inversión y remuneración del equipo	52
VI. Tamaño máximo del fondo	55
VII. Coinversión	56
VIII. Exclusividad e inversiones cruzadas	58
IX. Salida de ejecutivos clave	59
X. El cese del equipo gestor por los inversores	60
XI. Reflexiones finales	61
<b>La financiación en proyectos de capital riesgo</b>	<b>63</b>
<i>Pablo Mañueco e Irene Peña</i>	
I. Introducción	63
II. Capital riesgo como demandante de financiación	64
III. Compras apalancadas	67
IV. Entidades bancarias: a los dos lados del proceso	69
V. El papel de los fondos de deuda privada	71
VI. Retos de la financiación del capital riesgo	75
Bibliografía	76
<b>Propuestas para la mejora del régimen legal y regulatorio de las entidades de capital riesgo en España</b>	<b>77</b>
<i>Isabel Rodríguez y Bernardo Martín</i>	
I. Introducción	77
II. Eliminación de los límites cuantitativos para la comercialización a inversores no profesionales	78
III. Los fondos de deuda en España	80
IV. Mejoras e incentivos fiscales	81
V. Inversión de los fondos de pensiones en capital riesgo	83

## Sumario

---

VI. Conclusiones	85
<b>El depositario y el capital privado. Implicaciones normativas y operativas</b>	87
<i>José Carlos Sánchez-Vizcaíno</i>	
I. Introducción	87
II. ¿Qué tipo de vehículos de inversión en el ámbito del capital privado son susceptibles de contar con un depositario? ¿por qué necesitan un depositario las ECR?	88
III. Implicaciones normativas y operativas. Las funciones del depositario	93
1. Las funciones del depositario	93
2. Implicaciones operativas	95
2.1. <i>Vigilancia y supervisión de las actuaciones de la gestora</i>	95
2.2. <i>Depósito, administración de activos y control del efectivo</i>	100
IV. Aportación de valor a la industria del capital privado en España	102
V. Conclusiones	103
VI. Referencias normativas	104
<b>La madurez del mercado del <i>venture capital</i>. Una visión desde España</b>	107
<i>Carlos Trenchs</i>	
I. Introducción	107
II. La importancia del <i>venture capital</i> como motor de la economía de la innovación	107
1. El <i>venture capital</i> como instrumento de inversión	108
1.1. <i>Un activo con un elevado riesgo y a la vez alta expectativa de retorno para el inversor</i>	109
1.2. <i>Retornos representativos de las "startups" participadas</i>	109
III. El mercado del <i>venture capital</i> en Europa	111

## Sumario

---

IV. Una fotografía de la inversión de <i>startups</i> en España	113
1. Barcelona y Madrid se posicionan como <i>hubs</i> globales	114
2. Quién es quién en <i>venture</i> en España	114
3. Crecimiento sostenido de la actividad del <i>venture capital</i> en España	115
V. Conclusiones: un futuro con retos pero con optimismo	117
<b>Análisis desde el sector: opiniones</b>	
<i>Íñigo Sánchez-Asiain</i>	119
<i>Carlos Lavilla</i>	122
<i>Carlos Conti</i>	129
<i>Julia Salaverría</i>	134

## Colaboradores

---

**Ángela ALFÉREZ**

ASCRI

**Carlos CONTI**

Inveready Technology Investment Group

**Ana Isabel FERNÁNDEZ**

Cunef

**Félix FERREÑO PÉREZ**

J&A Garrigues, S.L.P.

**Carlos LAVILLA**

Corpfin Capital

**Juan LÓPEZ DEL ALCÁZAR**

EY España

**Pablo MAÑUECO**

Analistas Financieros Internacionales

**José MARTÍ PELLÓN**

Universidad Complutense de Madrid

**Bernardo MARTIN**

King&Wood Mallesons

**Irene PEÑA**

Analistas Financieros Internacionales

**Isabel RODRIGUEZ**

King&Wood Mallesons

**José Carlos SÁNCHEZ-VIZCAÍNO**

Cecabank

**Julia SALAVERRÍA**

*Ysios Capital*

## **Colaboradores**

---

**Íñigo SÁNCHEZ-ASIAIN**

Portobello Capital

**Carlos TRENCHS**

CaixaBank dayOne

**José ZUDAIRE**

ASCRI

---

## INTRODUCCIÓN

La actividad de *private equity* (PE), el capital privado (*venture capital* y *private equity*) consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal a través de una participación en empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento. La financiación del capital riesgo es diferente de las vías clásicas de financiación y aporta a la empresa además de recursos financieros, profesionalización, credibilidad y experiencia en el diseño de estrategias de creación de valor. Es capaz de alinear intereses de accionistas y gestores, desarrollando esquemas atractivos de retribución y motivación.

Las dos últimas décadas han sido testigos de un importante desarrollo del capital riesgo al mismo tiempo que se han producido importantes cambios en la estructura de propiedad y en el gobierno de las empresas en todos los entornos. En Estados Unidos se aprecia una relevante caída del número de empresas cotizadas (cerca de un 50%) que se convierten en privadas y un cambio importante proviene de las *private equity firms* que alcanzan un gran desarrollo en su actividad, con una evolución en el tiempo en la que se distinguen tres fases con diferentes rasgos<sup>1</sup>:

- 1) La fase primera se centró en la búsqueda por parte de los inversores de una empresa con potencial pero con una mala gestión, en un sector con futuro, para comprarla con descuento y ser vendida con beneficio después de una adecuada reestructuración. En esta fase se concentraron una parte importante de las operaciones de LBOs desde 1970 hasta 1990.
- 2) En la segunda de las fases, los inversores en PE realizaron la inversión pero también ayudaron a gestionar antes de proceder a la desinversión, a vender. Las grandes *equity firms* privadas (KKR, Blackrock, Blackstone, entre otras) se hicieron públicas, cotizadas en el mercado, para explotar los mercados de capitales como vía para expandir el crecimiento.
- 3) En la tercera de las fases los inversores en PE no solo adquieren la propiedad de la empresa sino que la transforman. Esta fase incorpora una nueva configuración organizativa de las *private firms* en la que se construyen carteras que operan autónomas, pero que puede cambiar en función de las exigencias de las inversiones y de acuerdo también con las necesidades de la gestión y de la forma en la que las PE se aproximan al talento y liderazgo.

---

<sup>1</sup> Ulrich, Dave y Allen, Justin, August, 2016 y 2017, *Harvard Business Review*.

---

En esta tercera etapa, las entidades de *PE* requieren experiencia en liderazgo, talento y capacidades organizativas y cultura. Las empresas compradas tienen capacidades organizativas que tienen que ser transformadas de acuerdo con las exigencias de los mercados y la economía en talento. Este es claramente un hecho diferencial con las fases previas en las que las empresas de *private equity* ofrecían disciplina financiera y claridad estratégica a las empresas que adquirirían. Esta experiencia y saber hacer se concretaba, entre otros, en aspectos como la ayuda en la reestructuración de la deuda, clarificación de prioridades estratégicas, e implementación de rigurosos sistemas operativos. En los estándares actuales esto no es suficiente para asegurar una creación de valor diferenciada. Deben ser incluidos conceptos como intangibles, claridad estratégica, redes de clientes, gestión de la marca, impacto de las actividades de I&D y capacidad de liderazgo, entre otros.

Estos rasgos característicos de la evolución de la inversión en *PE* se traducen en dos características claves en las inversiones que desarrollan estas empresas:

- 1) La industria se ha vuelto más diversa geográficamente, lo cual implica que los profesionales de *PE* requieren del conocimiento del entorno, de los profesionales locales para alcanzar niveles apropiados en el proceso de levantar, de captar, fondos.
- 2) Es necesario por el lado de la demanda, aumentar el número de potenciales inversores, algo que el entorno macroeconómico actual hace factible, dado que aumenta el número de demandantes de alternativas de inversión en un entorno de rebajas de rentabilidades, asociados a la estructura de los tipos de interés, y por otro lado hay rasgos específicos asociados a las políticas de financiación y que afectan a la oferta de fondos a las nuevas empresas y a las características de estas en cuanto a exigencias de impacto tecnológico, innovación, y flexibilidad para adaptarse a entornos globales.

Los datos muestran que el sector de *PE* ha experimentado un notable desarrollo también en España en la última década y se ha convertido en un dinamizador fundamental del sector empresarial. No obstante, los niveles todavía están lejos de los principales mercados de capital privado tanto europeos como específicamente de los mercados anglosajones. A pesar de ello es innegable su aportación en términos de empleo, beneficios e inversión y por tanto su contribución al crecimiento de la economía española. Además, como se ha señalado, el capital privado implica un apoyo en la gestión que contribuye a crear valor al tiempo que amortigua los efectos de las recesiones a través de la inversión y la búsqueda de nuevos mercados para crecer.

Es por ello que este número monográfico pretende abordar las características esenciales de la actividad a través de las colaboraciones y opiniones de los agentes especializados en el sector. Todas las contribuciones de la monografía coinciden al señalar algunos de los principales retos del sector. En primer lugar consolidar una base de inversores institucionales y en segundo lugar, alcanzar una madurez y estabilidad regulatoria y seguridad jurídica que permita la consolidación y homologación del sector con el resto de jurisdicciones, así como una mayor implicación internacional de los principales actores.

El actual contexto de mercado, con unos mercados financieros volátiles, nuevas exigencias regulatorias para entidades financieras y bajas rentabilidades en activos tradicionales, conlleva que los inversores, no solo en España sino también a nivel global, vean el *private equity* como una oportunidad de inversión cada vez más interesante. Una tipología de inversión que, aunque menos líquida, es mucho más estable ante los vaivenes del mercado, está poco correlacionada con otros activos financieros y ofrece una rentabilidad muy atractiva.

Según un reciente estudio presentado por la consultora estratégica Bain & Company, el capital captado por fondos de *private equity* a nivel global pasó de los 299.000 millones de dólares en 2010 a 527.000 millones de dólares el pasado año, reflejando el creciente apetito de los inversores por esta clase de activo. Este fuerte incremento –que ha vivido puntos álgidos en 2013 y 2014– contrasta con la evolución de otros activos financieros que, si bien también han experimentado crecimiento, este ha sido mucho menor. En España, según datos del sector (Ascri), la captación de fondos se situó el pasado año en 3.087 millones de euros, una cifra inferior a la registrada en el año récord de 2014, pero más de tres veces superior al mínimo de los últimos diez años, alcanzado en 2009. Los últimos ejercicios muestran unos buenos niveles de actividad en todos los parámetros, captación, inversión y desinversión. Es importante destacar que el desarrollo que ha experimentado el mercado primario de *private equity* ha favorecido de manera considerable el desarrollo del mercado secundario. Es de hecho el mercado secundario el que ha vivido una eclosión en los últimos años. Una de las principales razones ha sido la venta de muchas carteras de *private equity* por parte de instituciones financieras, obligadas a vender durante la crisis a raíz de las nuevas exigencias regulatorias para fortalecer sus ratios de capital.

Adicionalmente, el desarrollo del mercado secundario ha permitido que los inversores puedan gestionar su exposición de una forma más activa. Esto ha supuesto un cambio de perspectiva muy significativo ya que el inversor ya no tiene por qué permanecer en un fondo a término, sino que puede vender su posición en el mercado secundario de forma similar a como lo haría en otras clases de activos. Como resultado, el volumen de operaciones en el mercado secundario ha pasado de aproximadamente 10.000 millones de dólares en 2009 a unos 40.000 millones de dólares en 2015.

---

Esta explosión en el número de transacciones en el mercado secundario se ha visto respaldada por una creciente demanda de compradores, secundados por inversores que han visto en este tipo de inversión aspectos atractivos. Invertir en el mercado secundario no solo reduce notablemente los horizontes de inversión, sino que además ofrece al inversor una visibilidad de la cartera de empresas que adquiere y ayuda a mitigar, en parte, el problema de iliquidez que se asocia al activo. Como resultado, la popularidad del activo ha aumentado de manera considerable, haciéndolo una opción de inversión interesante no solo para inversores institucionales, sino también para clientes de banca privada, permitiendo la diversificación de carteras y el incremento de rentabilidades. Esta tendencia, más consolidada a nivel internacional, también se aprecia en España.

En este número monográfico Funcas ha dado voz a diferentes actores en el sector que han expuesto los principales retos y desafíos de este sector lleno de oportunidades. Los responsables de la Asociación española de capital, crecimiento e inversión, Ascric, en colaboración con el profesor J. Martí Pellón presentan en su trabajo la evolución registrada en las últimas décadas en España, con un importante crecimiento aunque el sector está todavía lejos de los países líderes europeos. Al mismo tiempo señalan los autores, algo en lo que coinciden a lo largo de la monografía los diferentes colaboradores, los retos que se deberían asumir para disminuir la separación con otras jurisdicciones y que fundamentalmente se refiere a lograr una mayor base de inversores institucionales y de inversores individuales, potenciar una mayor internacionalización de las gestoras y al mismo tiempo dotar de una mayor estabilidad regulatoria al sector.

Juan López del Alcázar, socio de EY España y responsable del sector de *private equity*, analiza en su colaboración los factores que han llevado al *PE* a su relevancia actual así como las perspectivas de futuro de la industria. A partir del fuerte componente cíclico, analiza los récords de captación de fondos vividos, así como la ola, sin precedentes previos, de la devolución de aportaciones que ha provocado un aumento de la liquidez disponible a partir de 2017. Presta especial atención a la evolución de las estructuras de capital, a la mayor madurez de los fondos se suma la sensibilidad de los socios limitados por las comisiones de gestión y en el desarrollo de un genuino interés por participar directamente en las estructuras, coinvirtiendo, lo que los convierte en competidores. Analiza también alguna de las claves para optimizar las inversiones: el foco en el proceso de origen, la creatividad en la gestión en entornos de altas valoraciones, aportación de valor añadido adicional al propio capital, desarrollo de nuevas formas de colaboración con competidores y clientes, adaptación al entorno digital y en cuanto a los procesos de desinversión señala la necesidad de considerar periodos más largos de gestión de los activos así como la aparición de fondos secundarios en una creciente sofisticación de estos mercados.

Félix Ferreño, asociado principal de J&A Garrigues, describe los problemas e incertidumbre de la fase de captación de fondos, planteando la necesidad de equilibrio de los distintos intereses: por una parte los inversores, con un marco temporal largo y, por otra, los gestores que son los únicos que toman decisiones de inversión y desinversión. Equilibrio que exige definir con rigor y precisión las reglas de juego para que el alineamiento de los intereses de inversores y gestores se produzca como resultado de aunar las diferentes posiciones. Posiciones que abarcan la duración del fondo y el periodo de inversión, la determinación de la política de inversión y de diversificación, el gobierno corporativo y la independencia del equipo, así como de remuneración y de salida de ejecutivos, hasta las posibilidades de coinversión, de exclusividad e inversiones cruzadas.

Pablo Mañueco e Irene Peña, del área de Corporate Finance de Afi, plantean en su colaboración la evolución de los modelos de financiación de las entidades de capital riesgo y sus perspectivas en este momento que pasan por un entorno de elevada competencia entre entidades de capital riesgo y con un perfil de inversores que también ha sufrido una importante transformación con entrada de perfiles inversores como fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de fondos. La necesidad, y la dificultad, de encontrar destinos rentables para las inversiones, con la presión al alza de los múltiplos de entrada obliga a optimizar las estrategias de gestión de los gestores y a la innovación en el uso de estructuras de financiación que permita generar rendimientos de las inversiones sin extremar el uso de estructuras excesivamente apalancadas.

Las distintas colaboraciones sugieren la importancia de definir el marco jurídico y regulatorio que permita a los gestores e inversores desarrollar su actividad en las mejores condiciones y que no obstaculice el crecimiento en comparación con los marcos legales de otras jurisdicciones más activas. Isabel Rodríguez y Bernardo Martín, socia y abogado respectivamente de King & Wood Mallesons, señalan en su trabajo al menos cuatro aspectos que requieren atención, y así se refieren a la eliminación de límites cuantitativos para la comercialización a inversores no profesionales, a la creación de un marco legal para los vehículos específicos de fondos de deuda, a algunas mejoras e incentivos fiscales que ayuden a impedir la deslocalización hacia otras jurisdicciones, y por último a la necesidad de conciliar medidas que incentiven la inversión de fondos de pensiones en actividades capital riesgo, pero que al tiempo protejan los intereses de los partícipes. La captación de la atención de grandes inversores institucionales exige contar con un marco legal y fiscal estable que permita operar en las mismas condiciones que otros productos financieros y que se convierte en un objetivo estratégico para potenciar el crecimiento y mejorar la economía española. En este mismo ámbito, las implicaciones normativas y operativas,

---

José Carlos Sánchez-Vizcaíno, director de Fondos de Cecabank, analiza los cambios experimentados en la legislación española con la entrada en vigor de la Directiva Europea de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD) y de su trasposición al ordenamiento español en la Ley 22/2014. En este contexto de armonización de las reglas de juego de la inversión colectiva y el aumento de la protección del partícipe así como la transparencia del sector, plantea el papel de los depositarios para adaptar los procesos de supervisión y de la operativa para aportar mayor agilidad en la gestión de los procesos y en el control de la actividad. Destaca la importancia de contar con la figura de un depositario y como la calidad del mismo influye no solo sobre las posibilidades de ampliar la base de inversores sino también al desarrollo del negocio, facilitando el acceso al pasaporte del producto y habilitando la comercialización transfronteriza en la Unión Europea y la comercialización a inversores no profesionales.

Las colaboraciones se cierran con una presentación de Carlos Trenchs de Caixabank y Dayone comparando la evolución y madurez del *venture capital* en España con otras jurisdicciones, particularmente con Estados Unidos, análisis que le permite concluir que si bien el crecimiento, en nuestro país, de esta inversión ha sido notable en las últimas décadas, sin embargo el grado de desarrollo que vive el *venture capital* en otras jurisdicciones así como su importancia como motor económico hacen presagiar un incremento y potencial de desarrollo importante en España, concluyendo de forma unánime con las diferentes colaboraciones la necesidad de armonizar regulaciones y tratamientos legales y fiscales, fundamentalmente.

En la segunda parte de la monografía las opiniones recabadas de los participantes en el sector, Íñigo Sánchez-Asiain de Portobello Capital, Carlos Lavilla de Corpfin, Julia Salaverría de Ysios y Carlos Conti de Inveready, permiten contrastar las opiniones y retos expresados en las distintas colaboraciones mencionadas con la experiencia directa en el sector. Todos coinciden en señalar la fase de crecimiento que vive la industria, tanto desde la perspectiva de los fondos de *PE* como del sector de *venture capital*. Destacando el papel que ha jugado la evolución favorable de la situación macroeconómica y el desarrollo del marco institucional, ganando en estabilidad y seguridad jurídica, así mismo el dinamismo del entorno empresarial español, con un número destacado de empresas medianas competitivas y con proyectos de crecimiento y el papel importante como dinamizador del desempeño que han logrado los fondos existentes de *PE*.

A partir de los resultados obtenidos por los fondos españoles, que se encuentran entre los mejores del contexto europeo, todas las opiniones coinciden en señalar la importancia de aumentar la base de inversores y en qué medida se hace imprescindible una mayor receptividad de este tipo de activo en diferentes carteras de inversión institucional que redundará en un incremento

del potencial de captación de los gestores de *private equity* y *venture capital*. Todas las opiniones apuntan a las mayores oportunidades de crecimiento que se derivan de la participación de los fondos internacionales que permitirán la consolidación del sector.

Quiero agradecer expresamente la oportunidad que me brinda Funcas de coordinar este número que permite aunar diferentes colaboraciones de los principales agentes del sector, a los que también debo agradecer su disponibilidad y apoyo para verter en esta monografía sus reflexiones. Las opiniones vertidas expresan el interés por difundir el interesante papel que juega en el desarrollo económico esta vía de inversión así como la inquietud para mejorar e introducir los elementos necesarios en nuestra regulación de forma que se aproveche su potencial y que permite aportar elementos de dinamismo y crecimiento a nuestra economía. Sin duda la inversión en *PE* se ha beneficiado de las condiciones macroeconómicas de estos últimos años, pero su madurez y comparación con otros entornos exige que se continúen fortaleciendo sus factores de éxito y se discutan las posibles restricciones, a la luz del desarrollo experimentado en otras jurisdicciones. Todas las colaboraciones apuntan a la capacidad del *PE* para aportar valiosos elementos al desarrollo, con un impacto económico y social relevante de una tipología de inversión que, aunque menos líquida, es mucho más estable ante los vaivenes del mercado, está poco correlacionada con otros activos financieros y ofrece una rentabilidad atractiva.

Ana Isabel Fernández  
Catedrática de Economía Financiera  
CUNEF



---

# EVOLUCIÓN DEL *VENTURE CAPITAL* Y *PRIVATE EQUITY* EN ESPAÑA Y DE SU PAPEL SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

José MARTÍ PELLÓN\*

José ZUDAIRE\*\*

Ángela ALFÉREZ\*\*\*

## I. INTRODUCCIÓN

Con el nacimiento del *venture capital*<sup>1</sup> (VC) en EE.UU., en los años cuarenta se abrió una vía para facilitar la financiación de empresas de reciente creación y alto potencial de crecimiento. La existencia de serios problemas de información asimétrica en este tipo de empresas complica la posibilidad de que sean financiadas a través del sistema financiero tradicional, por lo que se ven limitadas a crecer a partir de la generación interna de recursos (Carpenter y Petersen, 2002). A través del VC, las empresas reciben financiación en forma de recursos propios, lo que les permite reducir los problemas de restricción financiera que limitan su actividad inversora, tanto en España como en otros países europeos (Bertoni, Colombo y Croce, 2010; Bertoni, Ferrer y Martí, 2013; Engel y Stiebale, 2014).

Sin embargo, la extensión del VC al entorno europeo, a partir de los años setenta, no fue tan sencilla como se esperaba. Los inversores no conseguían obtener rentabilidades ajustadas al nivel de riesgo de esta actividad, con lo que se produjo una deriva de la orientación inversora hacia empresas cada vez más consolidadas. Como consecuencia, a partir de mediados de los años noventa empezó a introducirse un nuevo término (*private equity* - PE) que representaba en mayor medida la actividad verdaderamente realizada: La inversión en el capital de empresas no cotizadas con potencial de crecimiento.

---

\* Catedrático de Economía Financiera. Universidad Complutense de Madrid.

\*\* Director General ASCRI.

\*\*\* Directora de Estudios, ASCRI.

<sup>1</sup> El *venture capital* se puede definir, en sentido amplio, como toda inversión de carácter financiero y temporal en el capital de empresas no cotizadas, en empresas que se encuentran en las primeras fases del inicio de su actividad.

---

En este capítulo se pretende describir el proceso de implantación y desarrollo del VC y del PE<sup>2</sup> en España, destacando el papel jugado por ambas en el desarrollo del tejido empresarial. Para ello, se hará mención de las tres perspectivas que definen, y hacen posible, la actividad desarrollada en cada momento del tiempo: captación de fondos, inversión y desinversión.

El trabajo se ha estructurado de la siguiente forma. En el segundo apartado se describen los orígenes y el desarrollo inicial del capital riesgo en España. En el tercero se detalla la expansión de las operaciones en empresas en fases más maduras, en un país en el que la concentración empresarial es muy deseable, hasta el inicio de la crisis financiera. En el cuarto se detallan las consecuencias de la crisis financiera sobre el sector. En el quinto se describe la situación actual del sector, en el proceso de salida de la crisis, y en el sexto se aportan unas conclusiones y reflexiones sobre el desarrollo del sector.

## II. EL PAPEL DEL SECTOR PÚBLICO EN EL ARRANQUE DEL SECTOR EN ESPAÑA

La primera experiencia cercana a lo que conocemos como capital riesgo se remonta a la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), con capital mayoritariamente público, en 1972. En lugar del uso de subvenciones para promover la actividad económica, como se había venido haciendo hasta entonces, se pretendió la participación temporal y minoritaria en el capital de empresas como herramienta para la promoción empresarial. Esta iniciativa se extendió a otras zonas económicamente poco desarrolladas, como Andalucía (SODIAN), Canarias (SODICAN) y Extremadura (SODIEX), a finales de los setenta, y a Castilla-La Mancha (SODICAMAN), Castilla y León (SODICAL) y Aragón (SODIAR), a principios de los ochenta.

Este inicio del capital riesgo en España contrasta con el protagonismo de la iniciativa privada registrado en otros países de nuestro entorno (Coutarelli, 1977). Únicamente se registraron dos entidades privadas en aquellos años en España. La primera de ellas fue SEFINNOVA, aparecida en 1975, con el apoyo del Banco Mundial y del entonces Banco de Bilbao, que fue liquidada en 1988.

---

<sup>2</sup> La terminología en este sector varía en función del mercado del que se esté hablando. Los anglosajones han diferenciado prácticamente desde sus inicios los términos VC y PE. En España por el contrario, en los comienzos de la implantación de este sector se utilizaba únicamente el término *capital riesgo* para denominarlo y en general como equivalencia del término VC, ya que prácticamente no había inversiones en empresas maduras. Con el desarrollo del sector, se añadió al *capital riesgo* el término PE y así poder englobar todas las fases posibles de la inversión (iniciales y maduras). Actualmente en España, siguiendo terminología anglosajona se ha implantado la utilización de los términos VC y PE dependiendo del tipo de inversión al que se haga referencia, o *capital privado* o *capital riesgo* si se quiere mencionar a todo el conjunto del sector.

En segundo lugar, debe mencionarse la creación en 1977 de la Sociedad de Promoción y Desarrollo–TALDE, ubicada en el País Vasco, que todavía hoy sigue existiendo.

Pero el apoyo público no se limitó a las iniciativas citadas, con el desarrollo del estado de las autonomías fueron muchas las comunidades, e incluso algunas instituciones de ámbito local, las que pretendieron extender las actuaciones públicas a casi todos los territorios. Como resultado de este proceso, 18 de un total de 22 entidades inversoras existentes en España en 1986 contaban con capital mayoritariamente aportado por instituciones públicas (Martí, 1999).

Solamente a partir de la entrada de España en la Unión Europea, en 1986, empezaron a materializarse nuevas incorporaciones de entidades privadas. Como consecuencia, se registró un paulatino incremento en el número de entidades inversoras hasta alcanzar casi el medio centenar en 1993, cifra que se mantuvo hasta 1998. Algunas de las entidades existentes se vieron muy afectadas por los efectos de la crisis económica y desaparecieron, aunque su lugar fue ocupado por otras que entraron ante las expectativas abiertas por las nuevas tecnologías relacionadas con las telecomunicaciones. Como se recoge en el cuadro 1, una parte significativa del aumento del número de entidades desde el inicio de la década de los noventa se explica por la entrada de inversores extranjeros.

El año 1986 también fue importante por la creación de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), que hoy tiene como denominación Asociación de Capital, Crecimiento e Inversión. Además de promover el desarrollo del sector, ha tenido siempre entre sus principales objetivos el impulsar un marco legal y fiscal que dinamice esta actividad en España.

CUADRO 1

**NÚMERO DE ENTIDADES INVERSORAS ACTIVAS EN ESPAÑA**

<i>Tipo de inversor</i>	<i>1981</i>	<i>1986</i>	<i>1991</i>	<i>1996</i>	<i>2001</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Nacional	6	22	42	46	77	124	145	150
Internacional	0	0	3	5	9	25	29	34
Total	6	22	45	51	86	149	174	184
<i>Tipo de inversor</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
Nacional	150	152	144	138	128	127	127	138
Internacional	41	46	53	61	84	98	132	167
Total	191	198	197	199	212	225	259	305

*Fuente:* ASCRI/Webcapitalriesgo.

---

En estos primeros estadios del desarrollo del sector, la actividad de captación de fondos (*fundraising*) no parecía constituir un problema. Las instituciones públicas realizaron dotaciones iniciales de recursos en sociedades de capital riesgo sin duración limitada (veáse cuadro 2). En estos vehículos estaban generalmente acompañadas, de forma minoritaria, por cajas de ahorros y empresas locales. El planteamiento inicial consistía en mantener su actividad mediante la rotación de la cartera. En relación con las entidades privadas, algunos seguían inicialmente el mismo modelo de gestión, de duración ilimitada, mientras que los inversores internacionales contaban con recursos procedentes de fondos de gran tamaño, levantados en el extranjero. Todavía eran pocos los que captaban recursos a través de vehículos de duración limitada (fondos de capital riesgo).

En relación con la actividad inversora, inicialmente, los importes invertidos eran reducidos, y se realizaban en empresas pequeñas, generalmente de ámbito regional y en sectores de bajo contenido tecnológico. Solamente las entidades internacionales realizaban inversiones algo superiores, pero a gran distancia de las que se producirían en el siguiente milenio, y centrándose en aportaciones a empresas en proceso de crecimiento.

En este período de arranque y desarrollo inicial del sector en España pronto se pusieron de manifiesto las dificultades no solo para rentabilizar, sino incluso para desinvertir las participaciones adquiridas por las entidades de capital riesgo. Las carteras de las entidades públicas, que se habían centrado fundamentalmente en inversiones pequeñas en empresas en estadios iniciales, afrontaron no solo los índices de fracaso habituales en esas inversiones, sino incluso la dificultad para desinvertir hasta las participaciones en empresas exitosas. Estas dificultades llevaron a la generalización del uso de pactos de recompra que, a la postre, implicaron que en las buenas inversiones no se rentabilizaran suficientemente los recursos invertidos mientras que el resto se estancaba en cartera por tiempo indefinido, sin posibilitar la rotación de recursos que inicialmente se pretendía.

El problema de la salida no se produjo solo en España, la ausencia de unas condiciones mínimas<sup>3</sup> en el entorno dificultó la rentabilización de las inversiones de capital riesgo en Europa<sup>4</sup>. Este hecho, unido a la progresiva entrada de inversores internacionales, motivó el paulatino abandono de las operaciones en empresas en etapas iniciales, como se recoge en el cuadro 3, canalizándose los mayores importes hacia empresas en expansión, primero, para poco a poco desarrollarse las llamadas adquisiciones apalancadas (*buyouts*). La entrada de

---

<sup>3</sup> Tamaño del mercado interior, ausencia de mercados de valores al estilo del NASDAQ y falta de cultura empresarial (Martí y Balboa, 2006)

<sup>4</sup> Como se recoge en los estudios de rentabilidad realizados en aquellos momentos, en el conjunto de Europa (European Venture Capital Association, 1998), en el Reino Unido (Jury, 1998), en Francia (Ernst & Young, 1998) o en Holanda (NVP, 1998).

operadores internacionales también supuso una acumulación de una parte significativa de los recursos del sector en pocas entidades. En la segunda mitad de los años 1990, cinco entidades concentraban la mitad de los recursos totales del sector.

Tan solo en los años 1999 y 2000 se produjo un fugaz resurgir de las inversiones en etapas iniciales, por el auge y posterior estallido de la llamada

CUADRO 2

## RECURSOS CAPTADOS POR AÑO POR LAS ENTIDADES NACIONALES

<b>A) Por tipo de aportante</b>								
<i>Aportante (millones de euros)</i>	1981	1986	1991	1996	2001	2006	2007	2008
Inst. financieras	1,8	57,6	32,5	5,3	328,8	948,0	866,6	711,1
Fondos de pensiones	0,0	0,0	36,1	18,0	1,7	133,7	476,0	181,1
Compañías de seguros	0,0	0,0	2,1	8,2	64,1	11,9	174,7	73,3
Fondo de fondos	0,0	0,0	0,0	2,7	122,1	569,7	119,3	222,9
Empresas	0,0	5,5	2,4	6,4	35,2	123,6	1.057,2	259,7
Particulares	0,0	0,0	5,4	15,7	144,2	467,3	592,3	332,4
Inversores públicos	4,0	117,6	5,2	0,0	22,1	215,7	217,9	175,2
Otros	0,2	0,6	2,4	15,0	19,9	206,1	254,1	75,5
Total nuevos España	6,0	181,3	86,0	71,3	738,2	2.676,0	3.758,1	2.031,2
<i>Aportante (millones de euros)</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inst. financieras	235,6	88,7	38,6	42,6	149,5	229,8	156,6	211,6
Fondos de pensiones	49,8	54,6	13,0	0,0	38,1	376,2	168,5	247,8
Compañías de seguros	5,4	42,0	0,0	5,0	4,4	141,9	216,7	174,9
Fondo de fondos	61,8	5,0	0,0	7,5	62,3	370,7	296,2	491,7
Empresas	27,7	77,4	115,2	70,2	102,3	308,2	123,8	81,4
Particulares	58,4	76,2	52,0	40,7	51,1	133,4	235,1	459,9
Inversores públicos	228,6	456,5	159,6	280,3	217,3	701,2	298,8	515,7
Otros	8,9	62,9	33,9	13,5	56,2	123,0	186,1	255,3
Total nuevos España	676,2	863,2	412,2	459,8	681,1	2.384,4	1.681,9	2.438,3
<i>Aportante (porcentaje)</i>	1981	1986	1991	1996	2001	2006	2007	2008
Inst. financieras	30,3	31,8	37,7	7,5	44,5	35,4	23,1	35,0
Fondos de pensiones	0,0	0,0	41,9	25,2	0,2	5,0	12,7	8,9
Compañías de seguros	0,0	0,0	2,4	11,5	8,7	0,4	4,6	3,6
Fondo de fondos	0,0	0,0	0,0	3,8	16,5	21,3	3,2	11,0
Empresas	0,0	3,0	2,8	9,0	4,8	4,6	28,1	12,8
Particulares	0,0	0,0	6,3	22,0	19,5	17,5	15,8	16,4
Inversores públicos	67,2	64,9	6,1	0,1	3,0	8,1	5,8	8,6
Otros	2,5	0,3	2,8	21,0	2,7	7,7	6,8	3,7
Total nuevos España	100	100	100	100	100	100	100	100

CUADRO 2 (continuación)

## RECURSOS CAPTADOS POR AÑO POR LAS ENTIDADES NACIONALES

## A) Por tipo de aportante

<i>Aportante (porcentaje)</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inst. financieras	34,8	10,3	9,4	9,3	22,0	9,6	9,3	8,7
Fondos de pensiones	7,4	6,3	3,2	0,0	5,6	15,8	10,0	10,2
Compañías de seguros	0,8	4,9	0,0	1,1	0,6	6,0	12,9	7,2
Fondo de fondos	9,1	0,6	0,0	1,6	9,1	15,5	17,6	20,2
Empresas	4,1	9,0	28,0	15,3	15,0	12,9	7,4	3,3
Particulares	8,6	8,8	12,6	8,8	7,5	5,6	14,0	18,9
Inversores públicos	33,8	52,9	38,7	61,0	31,9	29,4	17,8	21,2
Otros	1,3	7,3	8,2	2,9	8,2	5,2	11,1	10,5
Total nuevos España	100	100	100	100	100	100	100	100

## B) Nuevos recursos captados por tipo de inversor

<i>Procedencia (millones de euros)</i>	1981	1986	1991	1996	2001	2006	2007	2008
España	6,0	181,3	49,8	53,1	514,1	1.754,8	2.737,9	1.496,9
Resto de Europa	0,0	0,0	36,2	13,0	204,5	712,8	766,0	508,8
Estados Unidos	0,0	0,0	0,0	3,9	19,6	189,4	210,9	25,4
Otros	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	19,0	43,3	0,1
Total nuevos España	6,0	181,3	86,0	71,3	738,2	2.676,0	3.758,1	2.031,2

<i>Procedencia (millones de euros)</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
España	491,1	756,1	400,1	435,8	543,2	1.114,3	695,4	1.571,9
Resto de Europa	176,5	94,0	7,5	22,0	64,3	998,8	636,1	581,1
Estados Unidos	0,4	5,0	0,0	0,0	3,6	195,6	168,0	121,4
Otros	8,1	8,0	4,6	2,0	70,0	75,7	182,4	163,9
Total nuevos España	676,2	863,2	412,2	459,8	681,1	2.384,4	1.681,9	2.438,3

<i>Procedencia (millones de euros)</i>	1981	1986	1991	1996	2001	2006	2007	2008
España	100,0	100,0	57,9	74,5	69,6	65,6	72,9	73,7
Resto de Europa	0,0	0,0	42,1	18,3	27,7	26,6	20,4	25,1
Estados Unidos	0,0	0,0	0,0	5,5	2,7	7,1	5,6	1,3
Otros	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	0,7	1,2	0,0
Total nuevos España	100	100	100	100	100	100	100	100

CUADRO 2 (continuación)

**RECURSOS CAPTADOS POR AÑO POR LAS ENTIDADES NACIONALES****B) Nuevos recursos captados por tipo de inversor**

<i>Procedencia (millones de euros)</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
España	72,6	87,6	97,1	94,8	79,8	46,7	41,3	64,5
Resto de Europa	26,1	10,9	1,8	4,8	9,4	41,9	37,8	23,8
Estados Unidos	0,1	0,6	0,0	0,0	0,5	8,2	10,0	5,0
Otros	1,2	0,9	1,1	0,4	10,3	3,2	10,8	6,7
Total nuevos España	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo.

burbuja tecnológica, vinculada con Internet y con las telecomunicaciones. Pero con la caída del NASDAQ, en abril de 2000, el peso de estas inversiones volvió a descender hasta los niveles mínimos de la segunda mitad de los años noventa.

En resumen, en este periodo de desarrollo los importes invertidos fueron reducidos, con una mayor presencia en zonas geográficas menos desarrolladas y en sectores con limitado contenido tecnológico, por el elevado peso de la

CUADRO 3

**INVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO EN EMPRESAS ESPAÑOLAS: DESGLOSE POR FASES**

<i>Millones de euros</i>	<i>1981</i>	<i>1986</i>	<i>1991</i>	<i>1996</i>	<i>2001</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Semilla	n.d.	n.d.	6,9	2,0	25,9	23,1	30,6	24,3
Arranque	n.d.	n.d.	12,3	18,3	168,2	134,3	125,4	146,0
Otras fases iniciales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	62,7	42,7	34,8
Fases avanzadas. VC	n.d.	n.d.	0,0	0,0	33,5	23,8	82,1	75,2
Total VC	n.d.	n.d.	19,2	20,3	227,6	243,9	280,8	280,3
Expansión	n.d.	n.d.	96,2	166,1	607,3	686,1	1.021,5	983,7
Sustitución	n.d.	n.d.	0,0	11,5	148,9	183,3	366,9	44,3
Adquisiciones apalancadas	n.d.	n.d.	0,0	11,4	207,4	1.736,4	2.544,2	1.423,6
Otras	n.d.	n.d.	10,5	3,3	6,5	56,8	139,4	193,4
Total PE	n.d.	n.d.	106,7	192,2	970,1	2.662,5	4.072,1	2.645,0
Total capital riesgo	3,0	30,8	125,9	212,5	1.197,6	2.906,4	4.352,8	2.925,4

CUADRO 3 (continuación)

**INVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO EN EMPRESAS ESPAÑOLAS: DESGLOSE POR FASES**

<i>Millones de euros</i>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
Semilla	33,2	30,7	38,6	34,1	24,2	26,0	37,7	38,9
Arranque	117,0	126,6	109,3	102,0	81,9	68,7	207,2	103,9
Otras fases iniciales	24,4	22,4	23,2	45,1	43,3	44,6	169,8	93,6
Fases avanzadas VC	33,0	69,0	113,4	19,1	45,1	147,7	126,9	194,7
Total VC	207,6	248,7	284,4	200,3	194,5	286,9	541,6	431,1
Expansión	429,2	424,3	330,5	170,0	133,0	486,8	304,0	752,9
Sustitución	170,2	48,4	68,5	350,0	466,0	251,7	405,8	129,2
Adquisiciones apalancadas	539,5	2.247,4	1.682,9	1.592,0	1.264,5	1.278,2	1.152,5	2.459,2
Otras	51,4	107,8	57,0	39,5	350,7	421,9	46,3	81,9
Total PE	1.190,4	2.827,9	2.139,0	2.151,6	2.214,1	2.438,6	1.908,5	3.423,1
Total capital riesgo	1.397,9	3.076,6	2.423,4	2.351,9	2.408,7	2.725,4	2.450,1	3.854,2
<i>En porcentaje</i>	<u>1981</u>	<u>1986</u>	<u>1991</u>	<u>1996</u>	<u>2001</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Semilla	n.d.	n.d.	5,5	0,9	2,2	0,8	0,7	0,8
Arranque	n.d.	n.d.	9,7	8,6	14,0	4,6	2,9	5,0
Otras fases iniciales	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,2	1,0	1,2
Fases avanzadas VC	n.d.	n.d.	0,0	0,0	2,8	0,8	1,9	2,6
Total VC	n.d.	n.d.	15,2	9,5	19,0	8,4	6,5	9,6
Expansión	n.d.	n.d.	76,4	78,2	50,7	23,6	23,5	33,6
Sustitución	n.d.	n.d.	0,0	5,4	12,4	6,3	8,4	1,5
Adquisiciones apalancadas	n.d.	n.d.	0,0	5,4	17,3	59,7	58,4	48,7
Otras	n.d.	n.d.	8,3	1,6	0,5	2,0	3,2	6,6
Total PE	n.d.	n.d.	84,8	90,5	81,0	91,6	93,5	90,4
Total capital riesgo	n.d.	n.d.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

CUADRO 3 (continuación)

**INVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO EN EMPRESAS ESPAÑOLAS: DESGLOSE POR FASES**

<i>En porcentaje</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Semilla	2,4	1,0	1,6	1,5	1,0	1,0	1,5	1,0
Arranque	8,4	4,1	4,5	4,3	3,4	2,5	8,5	2,7
Otras fases iniciales	1,7	0,7	1,0	1,9	1,8	1,6	6,9	2,4
Fases avanzadas VC	2,4	2,2	4,7	0,8	1,9	5,4	5,2	5,1
Total VC	14,8	8,1	11,7	8,5	8,1	10,5	22,1	11,2
Expansión	30,7	13,8	13,6	7,2	5,5	17,9	12,4	19,5
Sustitución	12,2	1,6	2,8	14,9	19,3	9,2	16,6	3,4
Adquisiciones apalancadas	38,6	73,0	69,4	67,7	52,5	46,9	47,0	63,8
Otras	3,7	3,5	2,4	1,7	14,6	15,5	1,9	2,1
Total PE	85,2	91,9	88,3	91,5	91,9	89,5	77,9	88,8
Total capital riesgo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo.

inversión pública. Pero también fueron desarrollándose equipos de inversores privados y se produjo la entrada de inversores internacionales. Aunque la mayoría de lo invertido por ellos fue en empresas en expansión, el equipo español de 3i Europe, en unión con Corpfín Capital, protagonizó la primera adquisición con apalancamiento en España, en 1995, en Transportes Gerposa.

### III. LA EXTENSIÓN DEL CONCEPTO DE PRIVATE EQUITY (PE)

El desarrollo del sector determinó la progresiva generalización en el uso del término *private equity* (PE), que representa en mayor medida la actividad real desarrollada por aquellas entidades de capital privado cuya inversión se dirige a empresas en etapas más avanzadas. Su traducción puede concretarse como “capital para empresas no cotizadas”. Inicialmente, con el término PE se pretende extender las fases habituales en la actividad de VC (semilla, arranque y posterior crecimiento), a otras situaciones que, crecientemente, estaban centrando el interés de los inversores, y con mayor éxito:

- Expansión de negocios ya existentes (*Growth*).
- Sustitución de accionistas (*Replacement*).

- 
- Adquisición apalancada (*Buyout*).
  - Reestructuración financiera (*Turnaround*).

Como consecuencia, desde el inicio del siglo XXI, en las estadísticas, tanto españolas como europeas, se consolidó la marginación de las inversiones en empresas en etapas iniciales. Además de su mayor riesgo, las rentabilidades medias alcanzadas en ellas eran muy modestas (e incluso negativas) a la vez que los inversores experimentaban importantes problemas para desinvertir. Por el contrario, la creciente liquidez existente se tradujo en un aumento sin precedentes de los importes invertidos en empresas consolidadas, a través de las figuras antes mencionadas.

Como se aprecia en el cuadro 3, la categoría que sistemáticamente acumuló un mayor peso de la inversión total fue la correspondiente a las adquisiciones con apalancamiento, a través de una variada tipología de operaciones: *leveraged buy-out (LBO)*, *management buy-out (MBO)*, *management buy-in (MBI)*, o *leveraged build-up (LBU)*. Las empresas afectadas por ellas pasaron de 8 en 2001 a una media de 35 por año entre 2005 y 2007. Debido al tamaño de estas operaciones, en 2005 se multiplicó por más de dos el máximo del volumen invertido en 2004, que a su vez había sido un 50% superior al máximo también alcanzado en 2003, totalizándose más de 4.076 millones de euros invertidos en empresas españolas.

En dicho año también se registró el menor valor invertido en VC en lo que llevamos de milenio (140 millones), que representaron solo el 3,4% del total invertido en empresas en España, mientras que las adquisiciones apalancadas acumularon el 82,5%.

Otra consecuencia importante de este cambio fue el efecto sobre el tamaño medio de los recursos gestionados por las entidades inversoras. Con los repetidos aumentos de actividad, la media invertida por empresa en operaciones de *PE* en 2005 fue 20 veces superior a la media registrada diez años antes. Por ello, las entidades con mayor antigüedad en el mercado tuvieron que adaptarse para sobrevivir en un entorno que requería contar con un volumen de recursos significativamente superior. Algunas de estas entidades, que originalmente eran sociedades de capital riesgo autogestionadas, tuvieron que transformarse sociedades gestoras para poder captar recursos de forma más eficiente, mediante la creación de fondos de capital riesgo de vida limitada.

Desde la segunda mitad de los años noventa, se produjeron transformaciones como las experimentadas en SODIGA, con la creación de la gestora Xesgalicia,

o en la histórica Talde SCR, que constituyó Talde Gestión, como paso previo al lanzamiento de fondos que permitieran captar recursos nuevos, de aportantes anteriores o no, sin el condicionante de la valoración de la cartera existente del vehículo histórico original. En paralelo, las nuevas incorporaciones de operadores se centraron casi exclusivamente en la creación, desde el inicio, de sociedades gestoras de fondos de capital riesgo.

En este periodo, nuevas entidades, tanto nacionales como internacionales, se incorporaron al sector. En el apartado de las internacionales, se consolidó la intervención en España de la mayoría de las gestoras internacionales dedicadas a hacer operaciones con aportaciones superiores a los 100 millones de euros. De las nueve entidades internacionales con cartera en España en 2001 se pasó a 34, sobre un total de 184 entidades con actividad, a finales del año 2008.

En el ámbito nacional, los principales aportantes de fondos eran las entidades financieras, en gran medida cajas de ahorros. El cuadro 2 muestra que, por término medio, estos inversores aportaron más de un tercio de los nuevos recursos captados entre 2001 y 2008. Las gestoras nacionales también fueron capaces de atraer recursos de inversores internacionales, fundamentalmente fondos de pensiones y compañías de seguros, completando sus fondos con la participación de *family offices* y de algunas empresas. Los aportantes públicos siguieron manteniendo un cierto peso a través de la capitalización de vehículos supervivientes de entre los creados hasta principios de los años 1990, pero su peso en la captación de nuevos fondos fue marginal hasta 2008.

En 2006 y 2007 se produjeron máximos en la captación de nuevos fondos por parte de las entidades nacionales, alcanzándose 2.676 y 3.758 millones de euros, respectivamente. De este modo, a pesar de que en 2007 se volvió a superar el máximo histórico de inversión del año 2005, las entidades inversoras contaban con una notable cantidad de recursos para invertir.

Finalmente, en el apartado de desinversiones, valoradas a precio de coste, los importes alcanzados estaban casi en línea con las cifras invertidas cinco años antes (el tiempo deseado de permanencia es de unos cinco años), pero con un peso destacado de los pactos de recompra de las participaciones por los anteriores propietarios (véase cuadro 4).

En este periodo se aprobó la Ley 25/2005 reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras<sup>5</sup>, sustituyendo la Ley 1/1999 que

---

<sup>5</sup> Más tarde actualizada en la Ley 22/2014 de 12 de noviembre como respuesta a la transposición de la Directiva Europea sobre la Gestión de Fondos Alternativos, más conocida por su terminología en inglés *AIFMD* (*Alternative Investment Managers Directive*), marco jurídico creado ante la necesidad de compartir un marco homogéneo y armonizado tanto para los fondos de inversión como para otros vehículos de inversión a largo plazo en Europa.

CUADRO 4

**DESINVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO EN EMPRESAS ESPAÑOLAS: DESGLOSE  
POR FORMA DE DESINVERSIÓN**

<i>Millones de euros</i>	<i>1981</i>	<i>1986</i>	<i>1991</i>	<i>1996</i>	<i>2001</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Recompra	n.d.	n.d.	7,4	32,2	40,6	353,8	165,4	279,7
Venta a terceros	n.d.	n.d.	45,7	42,9	60,7	662,2	598,0	196,3
Venta a otro inversor	n.d.	n.d.	0,5	13,5	8,2	203,2	536,2	35,0
Mercado de valores	n.d.	n.d.	1,3	1,4	35,8	52,2	109,4	6,9
Pérdida/Liquidación	n.d.	n.d.	8,5	31,3	15,8	20,7	140,5	177,2
Reembolso de préstamos	n.d.	n.d.	0,0	9,2	22,5	22,0	36,0	11,2
Otras	n.d.	n.d.	0,0	0,0	0,0	23,0	22,5	29,1
Total	n.d.	n.d.	63,3	130,6	183,6	1.337,1	1.608,0	735,4
<i>Millones de euros</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
Recompra	56,4	137,3	87,1	126,6	291,8	131,2	181,4	337,8
Venta a terceros	258,3	143,5	441,8	444,6	589,6	2.828,6	2.211,7	486,8
Venta a otro inversor	48,5	195,3	308,9	175,1	156,6	549,6	243,3	250,5
Mercado de valores	9,8	276,4	258,9	2,0	11,0	632,0	1.261,0	260,5
Pérdida/Liquidación	431,1	348,5	298,9	382,3	279,5	295,6	389,2	63,8
Reembolso de préstamos	19,8	19,9	65,1	15,1	22,2	67,6	41,6	66,3
Otras	64,8	369,5	410,9	52,0	313,5	35,1	30,9	385,4
Total	888,7	1.490,3	1.871,4	1.197,6	1.664,3	4.539,7	4.359,1	1.851,0
<i>En porcentaje</i>	<i>1981</i>	<i>1986</i>	<i>1991</i>	<i>1996</i>	<i>2001</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Recompra	n.d.	n.d.	11,7	24,7	22,1	26,5	10,3	38,0
Venta a terceros	n.d.	n.d.	72,2	32,9	33,1	49,5	37,2	26,7
Venta a otro inversor	n.d.	n.d.	0,7	10,4	4,5	15,2	33,3	4,8
Mercado de valores	n.d.	n.d.	2,0	1,1	19,5	3,9	6,8	0,9
Pérdida/Liquidación	n.d.	n.d.	13,4	24,0	8,6	1,5	8,7	24,1
Reembolso préstamos	n.d.	n.d.	0,0	7,1	12,2	1,6	2,2	1,5
Otras	n.d.	n.d.	0,0	0,0	0,0	1,7	1,4	4,0
Total	n.d.	n.d.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

CUADRO 4 (continuación)

**INVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO EN EMPRESAS ESPAÑOLAS: DESGLOSE POR FASES**

<i>En porcentaje</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Recompra	6,3	9,2	4,7	10,6	17,5	2,9	4,2	18,2
Venta a terceros	29,1	9,6	23,6	37,1	35,4	62,3	50,7	26,3
Venta a otro inversor	5,5	13,1	16,5	14,6	9,4	12,1	5,6	13,5
Mercado de valores	1,1	18,5	13,8	0,2	0,7	13,9	28,9	14,1
Pérdida/Liquidación	48,5	23,4	16,0	31,9	16,8	6,5	8,9	3,4
Reembolso de préstamos	2,2	1,3	3,5	1,3	1,3	1,5	1,0	3,6
Otras	7,3	24,8	22,0	4,3	18,8	0,8	0,7	20,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo.

reguló al sector en sus inicios. El nuevo marco supuso un importante paso para la actividad, ya que dio respuesta a peticiones que se venían haciendo desde hacía tiempo por parte del sector con el objetivo de agilizar y dinamizar el funcionamiento del capital riesgo en España. Entre las novedades que introdujo la nueva ley cabe destacar: la simplificación del régimen administrativo, la flexibilización del régimen de inversiones mediante la modificación de los coeficientes de inversión y la creación de la figura Fondo de Fondos. Asimismo, la ley desarrolló un régimen simplificado para inversores cualificados y amplió el ámbito de actuación, lo cual permitió introducir la posibilidad de adquirir empresas cotizadas con el objeto de su exclusión de cotización.

#### **IV. LA LLEGADA DE LA CRISIS FINANCIERA Y SUS CONSECUENCIAS**

El estallido final de la crisis financiera, en agosto de 2008, no tuvo una repercusión palpable sobre las cifras de dicho año, pues gran parte de la actividad inversora y desinversora ya estaba cerrada, o en proceso de *due diligence*. La verdadera caída se materializó en 2009, año en el que el volumen invertido se redujo hasta 1.398 millones, frente al máximo de 4.353 millones de 2007 y a los 2.925 millones de 2008.

La principal causa de esta fuerte caída fue la casi nula actividad de los inversores internacionales en España, que también se vio drásticamente reducida

---

en sus mercados de procedencia. Se puede decir que fueron los operadores nacionales los que soportaron la actividad inversora, a través de inversiones en expansión, gracias a que contaban con fondos con periodo de inversión abierto. El cuadro 3 también muestra que las adquisiciones con apalancamiento redujeron notablemente su importancia absoluta y relativa, máxime si se añade que los importes reflejan aportaciones realizadas como parte de acuerdos de refinanciación con las entidades financieras, ante las malas perspectivas para la desinversión. Las escasas adquisiciones realizadas se completaron sin deuda como consecuencia de la crisis del sistema bancario internacional, que obligó a muchos gobiernos a inyectar cantidades ingentes de dinero para sostener a sus entidades financieras.

En relación con las desinversiones, la ausencia de deuda se tradujo en una dificultad para que los compradores potenciales pudieran estructurar la posible compra, en un entorno, además, de caída de demanda que afectaba a las valoraciones y a las perspectivas de futuro de las empresas. Al comparar los cuadros 3 y 4 se pone de manifiesto el fuerte desequilibrio entre las cantidades invertidas en el periodo 2005-2008 y las desinversiones cinco años después.

Esta circunstancia se tradujo en un anticipo de mayores dificultades para la captación de nuevos recursos por parte de las entidades nacionales, tanto por la reducción de distribuciones de recursos a los fondistas, por la caída en las desinversiones, como por la anticipada caída en los retornos esperados en los vehículos afectados. La captación de nuevos fondos cayó hasta 676 millones en 2009, alcanzando 412 y 460 millones en 2011 y 2012, respectivamente. Además del importe, debe destacarse la pérdida de importancia de las instituciones financieras como aportantes directos. Asimismo, en esos años fue muy complicado atraer recursos del exterior, destacando que en 2011 y 2012 ni siquiera el 5% fue aportado por inversores internacionales.

A medida que pasaban los años, la mayoría de las entidades nacionales fueron quedándose sin recursos para invertir, al agotarse los periodos de inversión de los fondos lanzados antes de la crisis. La actividad inversora, sin embargo, volvió a recuperar el nivel de los 2.000 millones gracias a adquisiciones de inversores internacionales, realizadas puntualmente en empresas de gran tamaño, justificadas por las bajas valoraciones existentes.

En consecuencia, la situación del sector, a finales de 2012, ofrecía un panorama bastante pesimista, representado por:

- La ausencia de recursos para invertir en los operadores nacionales, por el cierre de los periodos de inversión de los fondos anteriores.

- La dificultad para financiarse de las empresas en cartera, por el escaso acceso a deuda bancaria.
- La dificultad para desinvertir las empresas en cartera por la ausencia de endeudamiento y las malas valoraciones.
- La imposibilidad de los operadores nacionales para levantar nuevos fondos, por las dificultades en la desinversión y rentabilización de los últimos fondos, por la virtual desaparición de su principal tipo de fondista (las entidades financieras), después de la reestructuración bancaria, y por el reducido interés de los inversores internacionales por participar en fondos gestionados desde España.
- Como consecuencia de lo anterior, la existencia un número de entidades nacionales en claro retroceso, cayendo su número de 150 en 2010 a 138 en 2012.
- En paralelo, se registró un creciente peso de inversores internacionales operando sin establecer oficina en España, que podrían tener una actuación puramente oportunista, en detrimento de una persistente actividad inversora en empresas españolas.

Pero al menos hay un aspecto positivo en este periodo. En el segmento del VC se sentaron las bases para un funcionamiento sostenible de este tipo de operaciones. Por un lado, hubo actuaciones públicas acertadas que contribuyeron a mejorar el entorno necesario. Como ejemplos pueden citarse los trampolines tecnológicos en Cataluña y los programas Atlantis y Campus en Andalucía. Además, se promovió el desarrollo de las redes de *business angels*, inversores complementarios de la actividad de VC, observándose de nuevo el protagonismo de Cataluña. Desde el Gobierno central, se potenció la actuación de ENISA en la concesión de préstamos participativos, que han contribuido a crear un amplio ecosistema de empresas apoyadas desde sus inicios también por los anticipos reembolsables de la iniciativa NEOTEC del CDTI.

## **V. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS FUTURAS**

A partir de 2012, el resultado de las reformas estructurales llevadas a cabo en la economía española se empezó a materializar de forma lenta, pero sostenida. Desde el segundo semestre 2013, la notable mejoría del cuadro macroeconómico español propició un cambio drástico en el interés y confianza de los inversores internacionales para invertir en España, tanto a través

---

de la inversión directa de empresas como desde los fondos de las gestoras nacionales. Paralelamente, se puso en marcha el primer fondo de fondos de carácter público, FOND ICO Global, propuesto por ASCRI al Instituto de Crédito Oficial (ICO). Bajo la gestión de AXIS/ICO, estaba dotado inicialmente con 1.200 millones de euros para invertir en fondos de *VC* y *PE*. La actuación de FOND ICO Global ha sido fundamental para recuperar la captación de nuevos fondos de las gestoras nacionales de capital riesgo y su papel sigue siendo clave para el desarrollo del sector. Todos estos factores, acompañados de una creciente liquidez en el mercado, de la recuperación progresiva del crédito bancario y de las mejores condiciones para rotar cartera y dar salida a las empresas que habían superado la crisis, propiciaron un cambio de ciclo en el sector en España. Este cambio se ha materializado tanto en captación de nuevos recursos y inversión como en desinversión, recuperándose los niveles anteriores a la crisis (e incluso superándolos en el volumen desinvertido en 2014 y 2015).

En la recuperación del sector ha sido fundamental la actividad de los fondos internacionales de capital riesgo, cuyo interés en la inversión en la empresa española no cotizada se mantuvo a pesar de la crisis, invirtiendo anualmente entre 1.500 y 2.000 millones por año. Su actividad estuvo fundamentalmente enfocada a la inversión en empresas maduras, representando un 73% del volumen total invertido en los últimos cinco años, en promedio.

La crisis económica iniciada en 2009 no solo sirvió para ganar en competitividad en las empresas, fundamentalmente representada a través de un incremento de las exportaciones. En los años de la crisis se fue configurando un ecosistema en torno a las *startups*, a través de diferentes iniciativas, que han ido afianzando la inversión de *VC*:

- Puesta en marcha de incubadoras y aceleradoras repartidas por toda la geografía española y en todo tipo de sectores, con un impacto directo en el impulso de *startups*.
- Presencia creciente de inversores de todo tipo (*Business angels*, plataformas de *crowdfunding* o instrumentos públicos de financiación canalizados a través de la fórmula préstamo participativo), que enriquecen la oferta de financiación del ecosistema de *startups* en diferentes fases de desarrollo.
- Las grandes corporaciones, pieza clave para el desarrollo del ecosistema y de la actividad de *VC*, están ganando protagonismo a través de la puesta en marcha de diferentes iniciativas como parte de la estrategia de innovación que necesitan llevar a cabo las grandes empresas, aunque por el momento su presencia todavía es pequeña.

- Actividad creciente de las gestoras internacionales de VC, cuya presencia se ha incrementado en los últimos años, apostando por *startups* españolas en fases más avanzadas. Su papel en el desarrollo del VC en España está siendo vital al estar liderando las rondas de mayor tamaño de inversión, permitiendo la internacionalización de las participadas y hasta la salida de los inversores nacionales<sup>6</sup>.

Actualmente, el sector de capital riesgo, o capital privado, está en un momento muy positivo de cara a seguir desarrollándose en los próximos años. En un escenario macroeconómico de crecimiento, las gestoras de VC y PE cuentan con el apoyo del inversor, tanto nacional como internacional, para seguir levantando nuevos fondos, muchos de los cuales ya van por la tercera y cuarta generación. La cifra estimada de recursos disponibles para invertir (*dry powder*) por parte de las gestoras nacionales está en torno a los 4.100 millones, volumen que asegura cierta continuidad para la actividad inversora, y que previsiblemente se completará con la actividad de las gestoras internacionales, que han demostrado un interés casi continuo en la empresa española a lo largo de los últimos quince años.

## VI. CONCLUSIONES

Durante sus más poco más de 30 años de existencia, el sector de VC y PE ha experimentado un notable desarrollo en España. Entre 2000 y 2016, el número de operadores con actividad en España ha pasado de 71 a 308, habiendo invertido alrededor de 44.000 millones de euros en unas 6.500 empresas. Al final del año 2016, la cartera de participadas por el sector estaba compuesta por más de 2.760 empresas (el 92% de las cuales son pymes). El capital privado es una herramienta más de desarrollo económico. Más del 65% del PIB español se deriva de la actividad de pymes con menos de 50 empleados, que necesitan adquirir una mayor dimensión para poder competir en igualdad de condiciones en un mercado global. Los fondos de capital privado invierten en compañías de todos los sectores y en cualquier fase de desarrollo, siempre que tengan potencial de crecimiento. Les permiten desarrollarlo y crear valor convirtiéndolas en compañías más grandes, productivas y eficaces tal y como vienen demostrando los estudios de impacto publicados<sup>7</sup>. No obstante, el sector está todavía lejos de los países líderes europeos en esta actividad, como

---

<sup>6</sup> En los dos últimos años han empezado a ser más habituales las desinversiones exitosas, aunque no se aprecia tanto en términos de volumen, ya que esta variable se mide a precio de coste, como en las rentabilidades obtenidas y el impacto positivo al mostrar al mercado casos de éxito de *startups* españolas.

<sup>7</sup> El último estudio publicado en 2018: "Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de *middle market* en España", elaborado por José Martí, Marcos Salas y Ángela Alférez se puede consultar en la página web de ASCRI: [www.ascrri.org](http://www.ascrri.org)

---

son Reino Unido, Francia o Alemania, teniendo que afrontar diversos retos que se podrían resumir, entre otros, en los siguientes:

- Lograr una mayor base de inversores institucionales españoles que, al contrario de lo observado en otros países europeos y Estados Unidos, todavía en escasa medida tienen programas recurrentes y bien estructurados para la inversión en capital riesgo. Es preciso estimular su participación con un mayor apoyo legislativo<sup>8</sup> para que alcancen porcentajes de inversión comparables a los de sus competidores internacionales.
- Salto exterior de las gestoras para invertir en otros mercados. Desde los inicios de este sector en España la actividad de las gestoras españolas ha estado muy centrada en la inversión en territorio nacional. Un signo de madurez y tamaño del sector pasaría por ampliar el foco de inversión a otros mercados fuera de España.
- Estabilidad regulatoria y seguridad jurídica a todos los niveles, y que este marco legal y fiscal sea homologable al de las jurisdicciones del resto de Europa, incluyendo mejora de la fiscalidad de sus vehículos de inversión y de sus gestores, para seguir creciendo y poder atraer a otros inversores y fondos internacionales.
- Conseguir una mayor participación de inversores privados en los fondos de VC, en detrimento del sector público, principal aportante de recursos en la actualidad, que en gran medida depende de la fluidez en las desinversiones que realizan.

## BIBLIOGRAFÍA

BERTONI, F.; COLOMBO, M. G., y A. CROCE (2010), "The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments", *European Financial Management*, 16: 528–551, doi:10.1111/j.1468-036X.2008.00463.x

BERTONI, F.; FERRER, M. A., y J. MARTÍ (2013), "The Different Roles Played by Venture Capital and Private Equity Investors on the Investment Activity of their Portfolio Firms", *Small Business Economics*, 40: 607–633, doi:10.1007/s11187-011-9384-x

CARPENTER, R. E., y B. C. PETERSEN (2002), "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", *Review of Economics and Statistics*, 84: 298–309, doi:10.1162/003465302317411541

---

<sup>8</sup> Clarificando la normativa europea de las compañías de seguros, eliminando la limitación a las comisiones en cascada para los fondos de pensiones y ofreciendo incentivos fiscales a los *family offices*.

COUTARELLI, S. A. (1977), *Venture Capital in Europa*, Praeger Publishers, New York.

ENGEL, D., y J. STIEBALE (2014), "Private Equity, Investment and Financial Constraints: Firm-Level Evidence for France and the United Kingdom", *Small Business Economics*, 43: 197–212, doi:10.1007/s11187-013-9530-8

ERNST & YOUNG (1998), *Mesures de la performance de l'activité du Capital Investissement en France (1988-1997)*, Paris.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (1998), "New Pan-European Performance Study", *Eur. Priv. Equity Updat.*, 9: 1–4.

JURY, J. (1998), "UK Private Equity Demonstrates Consistently Superior Returns", *UK Ventur. Cap. J.*, July-Augus: 21–24.

MARTÍ, J. (1999), "Pasado, presente y futuro del capital riesgo en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 67: 21–36.

MARTÍ, J., y M. BALBOA (2006), "Self-regulation in European venture capital and private equity markets", *Int. J. Entrep. Innov. Manag.*, 6: 395–411, doi:10.1504/IJEIM.2006.010373

NVP (1998), *Venture Capital Returns in the Netherlands*, The Hague (Ned).



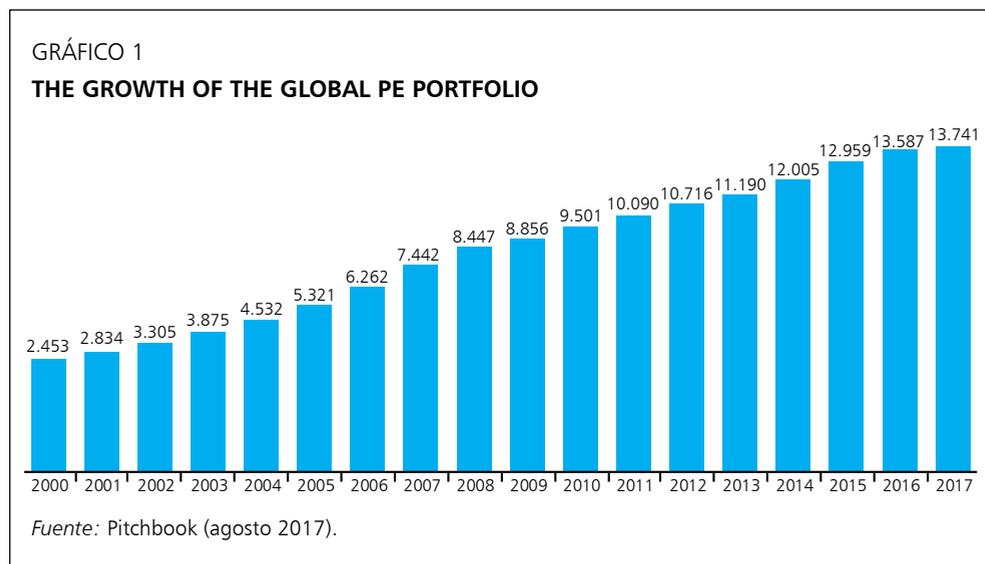
# PERSPECTIVA GLOBAL DE FUTURO DEL *PRIVATE EQUITY*

Juan LÓPEZ DEL ALCÁZAR\*

## I. INTRODUCCIÓN

Desde el primer *boom* del *private equity* (“capital privado” o *PE*: actividad de inversión que consiste en la aportación de capital de forma temporal a compañías no cotizadas), que podemos situar en la década de los 80, la relevancia del mismo en la economía no ha hecho más que crecer de forma sostenida. Y continúa haciéndolo: los fondos del sector tienen participación en el capital de más de 13.000 compañías de todo el mundo. Emplean a más de 20 millones de personas, y por cada millón de dólares adicional que invierten, se estima que generan 10 puestos de trabajo.

Ello no significa que el *private equity* no esté influido por los ciclos económicos (que lo está) tanto en lo que se refiere a captación de fondos, volúmenes invertidos y retornos generados; pero lo cierto es que se trata de una categoría de activos financieros cada vez más relevante en nuestra economía y en nuestra sociedad. Así se demuestra en el siguiente gráfico donde, tomando una serie temporal larga, impactada por varios ciclos económicos, se evidencia que los



\* Socio EY España, responsable del sector de *private equity*.

---

activos bajo gestión de los *private equity* han crecido de forma sostenida a un ritmo anual medio superior al 10% en el período 2000-2017.

Es más, desde el último período de recesión económica, *el private equity* ha registrado récords de crecimiento. El volumen de activos gestionados ha crecido más del 80% durante este período de tiempo, alcanzando aproximadamente los 2,7 billones de dólares.

Sin embargo, y a pesar del nivel alcanzado en los últimos años, el sector del capital privado sigue teniendo un amplio margen de crecimiento. Por ejemplo, se estima que el valor de las empresas de los *portfolios* de *PE* es equivalente a solamente el 3% de los 81 billones de dólares del valor total de los mercados de renta variable. Si tenemos en cuenta este margen de crecimiento, no es de extrañar que el sector siga apostando por estrategias innovadoras que permitan desarrollar nuevas estructuras de fondos y ofertas de productos que brinden financiación a las empresas en todas las etapas de su ciclo de vida.

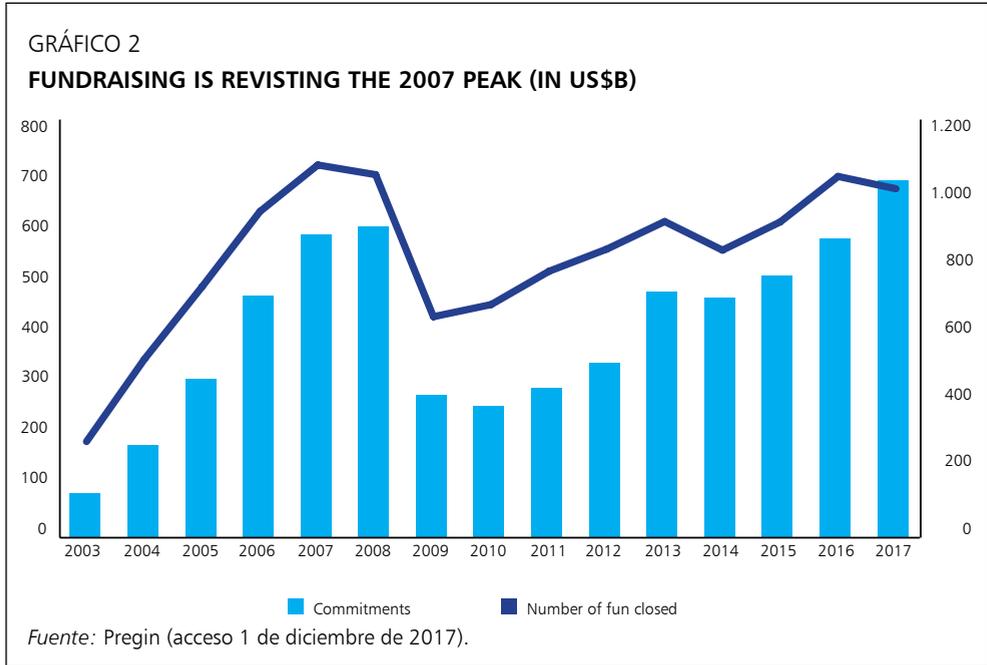
En las próximas páginas, trataremos de analizar cuáles han sido los factores que, principalmente durante el último ciclo económico, han llevado al *private equity* a su situación de relevancia actual así como las perspectivas de futuro de la industria. Para ello estructuraremos el análisis en las tres actividades básicas de los *private equities*: el *fundraising* o captación de fondos, el ciclo de inversión y la desinversión.

## II. CAPTACIÓN DE FONDOS

Los fondos de *private equity* deben captar recursos que gestionan e invierten en compañías no cotizadas. Dichos fondos son obtenidos mayoritariamente de inversores institucionales (fondos soberanos, fondos de pensiones, *family offices*, etc. a través de Limited Partnerships o los *LP*) que están dispuestos a sacrificar liquidez a cambio de retornos esperados por encima de las inversiones en mercados de renta fija y variable.

La captación de fondos tiene un fuerte componente cíclico: a crecimientos económicos fuertes y sostenidos, mayor captación de recursos. Así ha sucedido en el pasado reciente como se puede apreciar en el gráfico 2.

Se observa que en 2008 y 2017, se alcanzaron resultados record en captación de fondos, ambos años de fuerte crecimiento y posteriores a períodos de fuerte crisis económica. En ambos períodos, la flexibilización de las políticas monetarias y los mercados de deuda, ayudaron a fortalecer la confianza de los



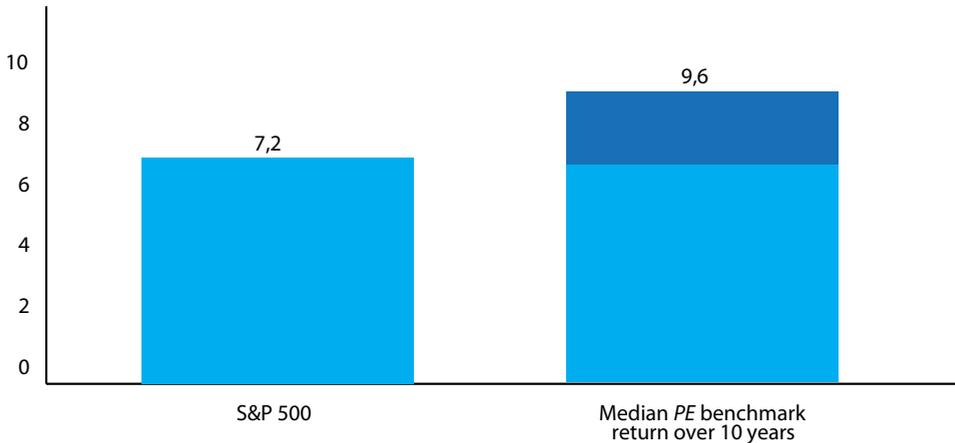
inversores. En respuesta a la crisis financiera mundial que comenzó en 2008, los bancos centrales lanzaron una batalla sin precedentes, durante más de una década, para estimular la actividad económica a través de tasas de interés muy bajas.

Si en 2008 se logró un pico de inversión con un volumen de compromiso de capital de 634.000 millones de dólares por parte de los LP, diez años después, este récord histórico se ha superado con una captación de fondos superior a los 680.000 millones de dólares a nivel mundial. ¿Qué factores han favorecido esta situación? Sin duda, como ya se ha mencionado, ha habido factores macroeconómicos de gran relevancia como las políticas monetarias, los bajos tipos de interés y la escasa rentabilidad de los activos “tradicionales”. Pero no es menos cierto que el *private equity* ha sabido adaptarse a los requerimientos de los inversores demostrando unas rentabilidades sostenidas a lo largo del tiempo que han sido capaces de capear las tormentas financieras. Tres son los factores que mejor explican el nuevo pico de captación de fondos en 2017.

En primer lugar una mejor apreciación, por parte de los inversores institucionales, del perfil de riesgo/retorno del PE y de los beneficios de la diversificación hacia activos “alternativos”: en 2017 el *track record* de los fondos de PE era más conocido que diez años atrás, y un elenco mayor de inversores conocían

GRÁFICO 3

**PE OUTPERFORMED PUBLIC MARKETS OVER THE LONG TERM BY 240 BASIS POINTS\* (PERCENTAGE)**



Nota: \*Datos a 30 de junio de 2017.

Fuente: American Investment Council Q2 2017 Performance Update, 1 de diciembre.

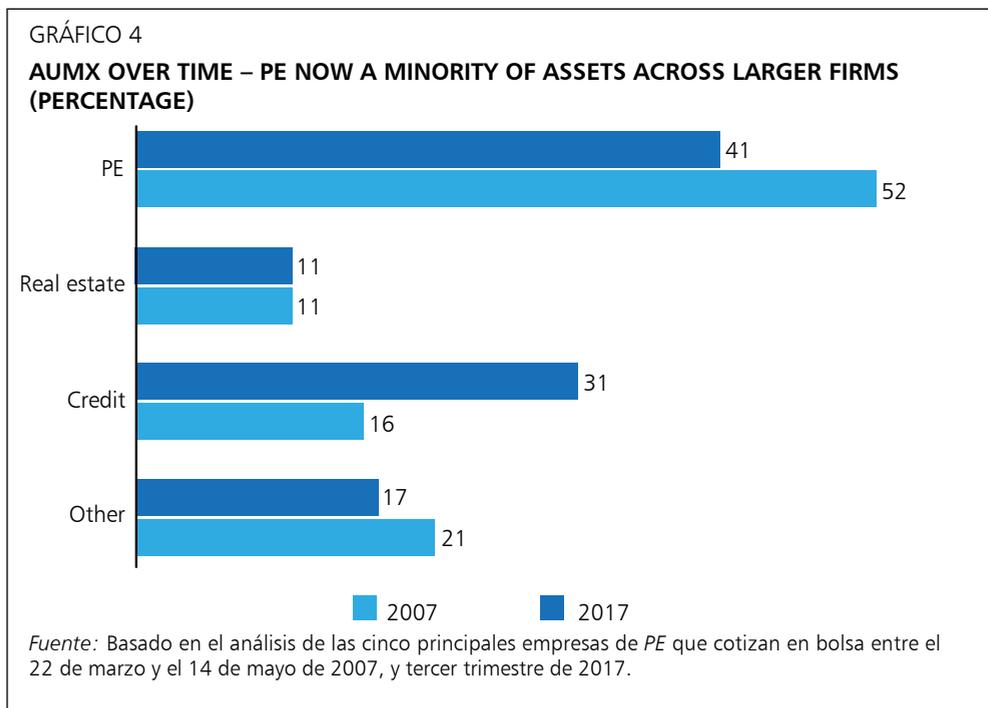
cómo habían batido sistemáticamente, incluso durante la crisis, los índices de los mercados de renta fija y variable. En Estados Unidos, por ejemplo, los retornos por debajo de lo esperado de los fondos de pensiones, produjeron en el período 2007-2015 una reducción en las aportaciones de los pensionistas, originando importantes déficits a las gestoras de fondos de pensiones. No es casualidad que tratando de paliar esa falta de rentabilidad, las gestoras americanas incrementaran su exposición al *PE* del 9,7% al 17,1% en el mismo período. Otro impacto significativo ha venido por parte de los fondos soberanos, sobre todo de aquellos con mayor exposición al petróleo y también de los grandes *family offices* que han ido progresivamente incrementando la sofisticación de sus perfiles de inversión.

En segundo lugar, una ola sin precedentes de devolución de aportaciones (y plusvalías) a los *LP*: los fondos levantados en el anterior pico de 2008, empiezan a ser masivamente devueltas (con importantes plusvalías) en 2015-2017, lo que provoca que en 2017 hubiera mucho *cash* disponible para ser reinvertido de nuevo en los fondos.

Por último, la evolución de las gestoras de *PE* en cuanto al ofrecimiento a sus inversores de estrategias de inversión mucho más amplias y diversificadas,

llegando así a un espectro mayor de inversores (y a ser capaces de quedarse con una parte mayor de sus activos). En la última década, el alcance del capital privado y sus estrategias de financiación se han visto aumentados: desde el lanzamiento de fondos con ciclos de vida superiores a los tradicionales, con el objetivo de invertir a largo plazo en compañías de mayor madurez que superan los 5-10 años de permanencia, hasta fondos con estrategias innovadoras (sectoriales, especialistas, deuda privada,...), complementando los perfiles "generalistas" del *private equity* tradicional. El resultado es el de una industria que, no solamente ofrecerá una mayor gama de productos de inversión a sus LP, sino que será capaz de proporcionar capital y recursos a empresas donde no es posible llegar con los esquemas tradicionales de inversión.

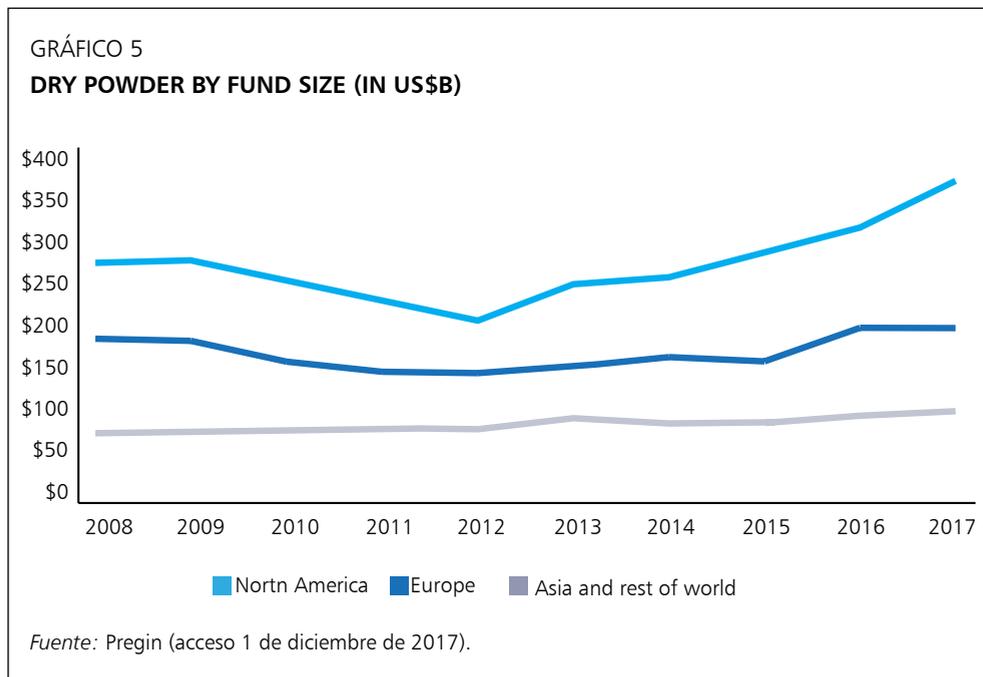
Merece atención especial la evolución del *private equity* para agregar valor a lo largo del ciclo de vida de las empresas y a la evolución de sus estructuras de capital: una de las estrategias con mayor crecimiento ha sido el desarrollo de fondos de deuda privada como complemento a la tradicional aportación de capital al balance de las compañías. Tras la última crisis, los reguladores impusieron límites a la actividad financiadora de las entidades bancarias así como una más estricta regulación de las ratios de capitalización. Al mismo tiempo, estrategias de inversión basadas en retornos más previsibles empezaron a ser de mayor interés para los LP que buscaban menor volatilidad (*downside protection*). Así,

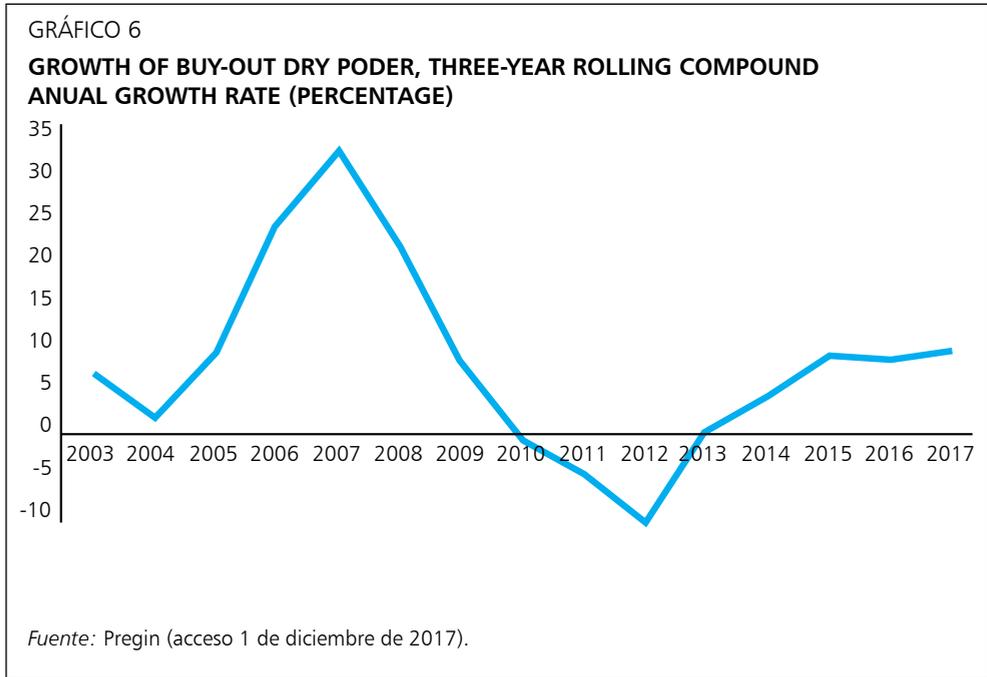


las gestoras de *PE* identificaron la oportunidad de ofrecer a los LP opciones nuevas de retorno y riesgo estructurando fondos de deuda, que aportaban soluciones de financiación allí donde la banca corporativa no era capaz de llegar, por período de vencimiento, nivel de apalancamiento, flexibilidad de *covenants*, etcétera. El gráfico 4 muestra la importancia creciente de los fondos de deuda en los *portfolios* de fondos de las grandes gestoras de *private equity*: el peso en el conjunto de los activos gestionados por la industria bajo el formato de fondos de deuda ha pasado del 16% en 2007 al 31% en 2017. Las gestoras de *PE* gestionan cerca de 600.000 millones de dólares en fondos de deuda, cuatro veces más que en 2006.

La fuerte captación de fondos de los últimos años ha llevado a la industria a disponer de un *stock record* de dinero listo para ser invertido. Esto es lo que se denomina *dry powder*. Actualmente las firmas de *PE* cuentan con 628.000 millones de dólares de *dry powder*.

Mientras que este incremento de *dry powder* genera cierto sentimiento de ansiedad en la industria de *PE* (¿dónde colocar semejante volumen de recursos y conseguir las tasas de retorno esperadas?). Cuando se mira la evolución de esta magnitud a lo largo del tiempo, la fotografía final parece menos preocupante. De hecho, la velocidad a la que la industria de *PE* va añadiendo activos en los





últimos años es sustancialmente más contenida que durante el último pico, como se aprecia en el gráfico 6.

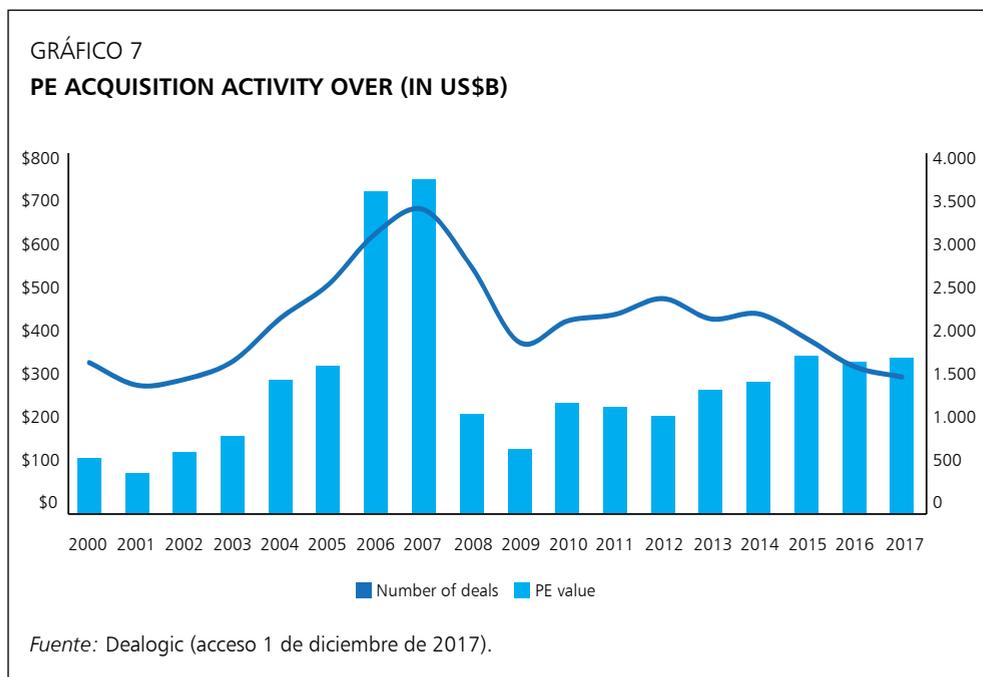
¿Está tocando techo la industria en cuanto a captación de fondos? Lo cierto es que no lo parece. Si bien es cierto que la industria es cíclica, como la economía, y que no podemos esperar volúmenes de captación permanentes como los de los últimos años, no es menos cierto que la última década ha estado marcada por el crecimiento de la base de los *LP*. Diez años atrás, la base de inversores en *PE* estaba dominada por los fondos de pensiones, fundaciones y fideicomisos. Hoy, nuevas categorías de los *LP* están accediendo a este *asset class*, incluyendo fondos soberanos que, colectivamente controlan más de 6,6 billones de dólares en activos, *family offices*, que controlan más de 4,7 billones de dólares en activos y fondos de pensiones de mercados emergentes, donde sus regulaciones se están adecuando para permitir una mayor exposición a *PE*. Los *PE* están adecuando sus estructuras de *fundraising* para ser capaces de captar inversores con menores tickets, diseñando estructuras de gobernanza que puedan hacer convivir a sus grandes inversores con aquellos más modestos.

Por último, no hay que perder de vista los cambios a los que se está enfrentando la industria en lo relativo a la relación de los *PE* con sus *LP*. La mayor

madurez de estos fondos, combinado con la mayor sensibilidad de sus LP por las comisiones de gestión (*management fees*) iniciada durante la crisis económica, han provocado un interés de estos últimos por participar, al menos en una parte de sus fondos alocados, directamente en las inversiones y fuera de la estructura de fondos gestionados por los PE. Como resultado de lo anterior, los PE están permitiendo a sus LP "coinvertir" con ellos en oportunidades identificadas e incluso algunos grandes LP, tienen ya programas de inversión directa "paralela" a los PE con lo que se convierten en competidores o coinversores según las situaciones. Este tipo de actividad de los LP se denomina en la industria *shadow capital* y se sitúa en la actualidad entre un 10% y un 20% de los fondos levantados.

### III. LA ACTIVIDAD DE INVERSIÓN EN EL ÚLTIMO CICLO Y CLAVES PARA EL FUTURO

La inversión de los PE ha crecido en los últimos años de forma paulatina, correlacionada con la captación de fondos, pero sigue estando lejos de los máximos registrados en 2006 y 2007. Las transacciones lideradas por el PE alcanzaron los 350.000 millones de dólares en 2017, ligeramente por encima del año 2016, pero muy lejos del pico de inversión de los años 2006-2007 donde se invirtieron cantidades anuales por encima de los 1,5 billones de dólares.



Si los entornos macroeconómicos son similares, como hemos comentado en el apartado anterior, ¿qué ha cambiado? Una diferencia importante entre 2007 y 2017 es el tamaño de las operaciones más grandes (los *mega deals*). El valor combinado de las diez mayores compras por parte de los PE (*buyouts*) entre 2005 y 2007 fue de 375.000 millones de dólares, cerca de 25.000 millones de dólares por operación. Nueve de esas diez operaciones fueron realizadas por varios PE (lo que se conoce como *club deals*). En 2017, los PE se han vuelto más "disciplinados". En vez de *club deals*, que generan problemas de gobernanza y gestión, los PE prefieren coinvertir con sus propios inversores (LP) y con inversores estratégicos (*corporates*) que además de dinero aportan experiencia sectorial y funcional. De esta forma, mientras que en el período 2005-2007 el 66% de las operaciones superiores a 5.000 millones de euros se hacían en formato *club deal*, ahora ese porcentaje se ha reducido al 33%.

Donde sí se produce una similitud relevante entre ambos períodos es en los precios de las transacciones. Las valoraciones de las compañías no cotizadas se encuentran cerca de máximos históricos. Ello supone un reto para las inversiones realizadas a estas valoraciones, ya que es probable que deban ser gestionadas durante un ciclo recesivo o menos expansivo, lo que significa que podría darse el caso de que las desinversiones no se puedan hacer a los múltiplos de entrada. Los PE deben apoyar sus casos de inversión en palancas de creación de valor operativo más que en esperar arbitrajes positivos de múltiplo.

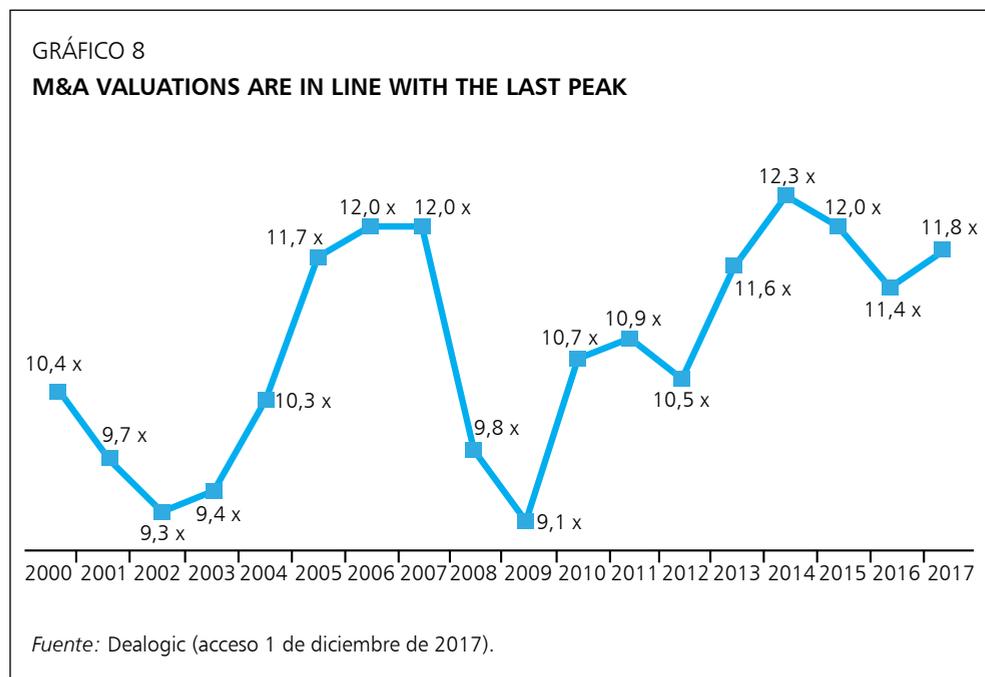
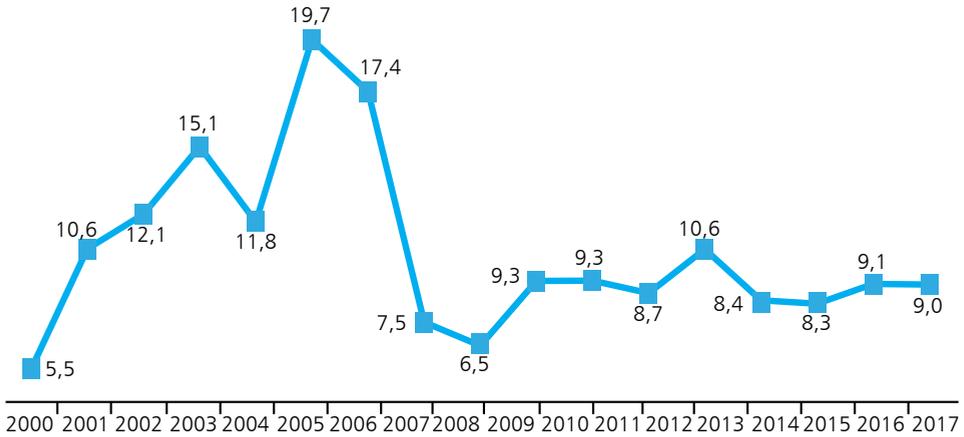


GRÁFICO 9

PE AS A PERCENTAGE OF M&A ACTIVITY



Fuente: Dealogic (acceso 1 de diciembre de 2017).

Otra forma de analizar la “disciplina” inversora de los *PE* consiste en analizar el porcentaje de operaciones (en términos de valor) de M&A que son realizadas por estos actores. En este caso, las ratios están muy alejadas del pico anterior, lo que sugiere que los *PE* están siendo mucho más selectivos en sus inversiones y que, por tanto, hay otros actores dispuestos a pagar precios mayores en muchas situaciones.

La crisis de crédito de 2008 no fue la primera vez en la que se cuestionó la industria del *PE*, y probablemente no será la última. En la década de 1980, la implosión del mercado de bonos basura parecía indicar un incipiente fin de la industria. A principios del siglo XXI, el exceso generalizado del mercado, especialmente en tecnología, generó dudas similares. Pero, a lo largo de todo este período, las firmas de *PE* han sabido superar los momentos de crisis, adaptando su modelo de negocio y aplicándose a sí mismos los principios que utilizan en sus inversiones. Ocho son las claves que deben aplicar los *PE* para optimizar las inversiones en el entorno actual:

- *Foco en el proceso de originación:* en un escenario de altas valoraciones y presión competitiva por parte de *corporates* y un número creciente de *PE* competidores, identificar oportunidades a precios atractivos y con

potencial transformacional es uno de los mayores desafíos de la industria. El *PE* es un *asset class* caro y los *LP* cada vez se conforman menos con que sus fondos se destinen a comprar compañías en procesos de subasta, así que los *PE* tienen que demostrar su capacidad para optimizar la generación de oportunidades: manteniendo relaciones constructivas con asesores de M&A, siendo más creativos pensando en oportunidades no obvias (*carve-outs*, consolidación mediante *buy&build*, buscar oportunidades en geografías menos cubiertas, etcétera).

- *Ser creativo para gestionar un entorno de altas valoraciones:* en lugar de tratar de cubrir un universo amplio de situaciones y oportunidades, los *PE* tienden cada vez más a buscar situaciones en las que han desarrollado alguna ventaja competitiva: algunos tratan de beneficiarse de la especialización sectorial, otros se especializan en operaciones de adquisición de participaciones minoritarias, evitando el pago de primas de control, otros se deciden a lanzar fondos con períodos de inversión más largos, buscando oportunidades que no se adaptan a los calendarios del *PE* tradicional.
- *Aportar valor más allá del capital:* en una época de tipos de interés cercanos al 0%, el capital es muy accesible. Por ello las firmas de *PE* deben ser capaces de articular una fuente diferenciada de valor más allá de su capacidad de invertir capital. Esto incluye experiencia operativa, la capacidad de ayudar a las empresas a acceder a nuevos mercados o clientes, *networking*, etcétera.
- *Desarrollar nuevas formas de colaboración con competidores y clientes:* ya hemos mencionado la evolución de los *PE* en la forma de afrontar las grandes operaciones: de situaciones muy frecuentes de *club deals* a *partnerships* con sus *LP* o con *corporates* en formatos de coinversión. Pues bien, la coinversión no solamente aporta capacidad financiera para abordar mayores operaciones sino que los *PE* se pueden beneficiar de las habilidades complementarias de sus socios. Pensemos en fondos soberanos o *family offices* con un fuerte conocimiento industrial, con potencial para mantener los activos por mayor tiempo, etc. Del mismo modo, las alianzas con *corporates* permiten a los *PE* aflorar sinergias de cara a justificar el pago de mayores múltiplos, tener la desinversión asegurada, etcétera.
- *Evolución de las palancas operativas de generación de valor:* si en el pasado la generación de valor en la industria se basaba en el apalancamiento financiero y en establecer una gobernanza determinada en las

---

compañías invertidas, y un poco más recientemente en la aportación de mejores prácticas operativas incorporando a las compañías profesionales de reconocido prestigio, en la actualidad los *PE* buscan palancas más sofisticadas de creación de valor “operativo”: trabajando con ejecutivos senior de las distintas industrias, a tiempo partido o completo o desarrollando sus propios equipos de implantación de mejoras operativas, y/o contratando expertos funcionales con una experiencia destacada en competencias concretas (finanzas, recursos humanos, *supply chain*, etcétera).

- *Institucionalizar lo que te hace diferente*: es decir, mediante el análisis de lo que se ha hecho bien en las operaciones con mejores retornos, tratar de aplicar tus mejores prácticas de forma sistemática a tu portfolio de inversiones. Si bien es cierto que la creación de valor no podrá sistematizarse totalmente nunca, no es menos cierto que no hay necesidad de “reinventar” la rueda en cada inversión. Para ello, es necesario tener capacidades de análisis de las compañías de su portfolio (indicadores financieros, métricas operativas, datos de clientes y proveedores,...) y emplear tecnologías avanzadas de tratamiento de datos.
- *Adaptarse al nuevo entorno digital*: la llegada de la digitalización tiene un impacto enorme en la forma en la que los *PE* operan, no únicamente a nivel interno, sino también en la forma en la que generan valor. Las compañías participadas “llegan” a los *portfolios* de *PE* con muy distintos grados de sofisticación. Ayudar a sus participadas a adoptar una mentalidad digital que impregne todos los aspectos de su negocio es uno de los impulsores de valor más importantes que los *PE* pueden implementar en la actualidad ayudando a definir/implementar: su estrategia digital, una experiencia de cliente aumentada, la digitalización de la cadena de suministro, medidas robustas de ciberseguridad, etc. Mientras que el *Data Analytics* está en el centro de todo lo descrito, conviene no olvidar que se trata solamente de uno de los componentes de la digitalización y que existen otros de igual o mayor importancia según cada caso concreto: automatización de procesos mediante robots, inteligencia artificial, Internet de las cosas, etcétera.
- *Permanecer disciplinados*: la habilidad del *PE* para resistir la crisis de 2007 es una victoria de su modelo de resiliencia. Los retornos conseguidos durante la crisis evidencian la importancia de la disciplina. Estamos claramente en un ciclo expansivo y hay que tener la templanza de valorar convenientemente las oportunidades y determinar los precios adecuados a pagar.

## IV. LA ACTIVIDAD DE DESINVERSIÓN EN EL ÚLTIMO CICLO Y CLAVES PARA EL FUTURO

Actualmente, muy pocas inversiones de la añada de 2007 permanecen irrealizadas. Estas inversiones comenzaron a venderse de forma generalizada a partir de 2014 a compradores estratégicos, salidas a bolsa u otros *PE*. Así, entre 2014 y 2015, las firmas de capital riesgo realizaron desinversiones por 482.000 y 429.000 millones de dólares respectivamente. La actividad de desinversión es también cíclica y depende, como no puede ser de otra forma, de los ciclos anteriores de inversión, pero también del apetito general del mercado por los *IPO* y por *M&A*.

Los compradores estratégicos (así se denominan a los *corporates*, en el sentido en que tienen un “racional estratégico y a largo plazo” para adquirir los activos de los *PE*) han jugado históricamente un papel importante como proveedores de liquidez a las firmas de capital privado. En los últimos diez años, los compradores estratégicos han supuesto en promedio un 60% de las ventas de los *PE*. No obstante esta tendencia general, en los años que se produce una elevada captación de capital, el porcentaje de operaciones secundarias (compra entre los *PE*) se dispara, como sucedió en 2007, donde los *secondaries* supusieron un 46% de las operaciones frente al 24% de 2017. Las salidas a bolsa suponen

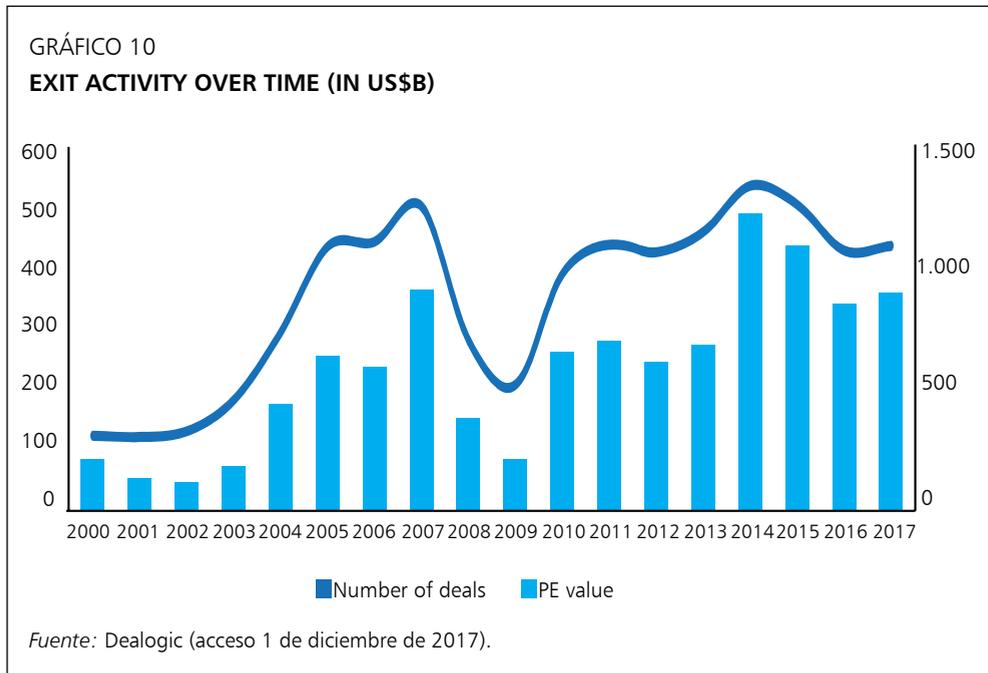
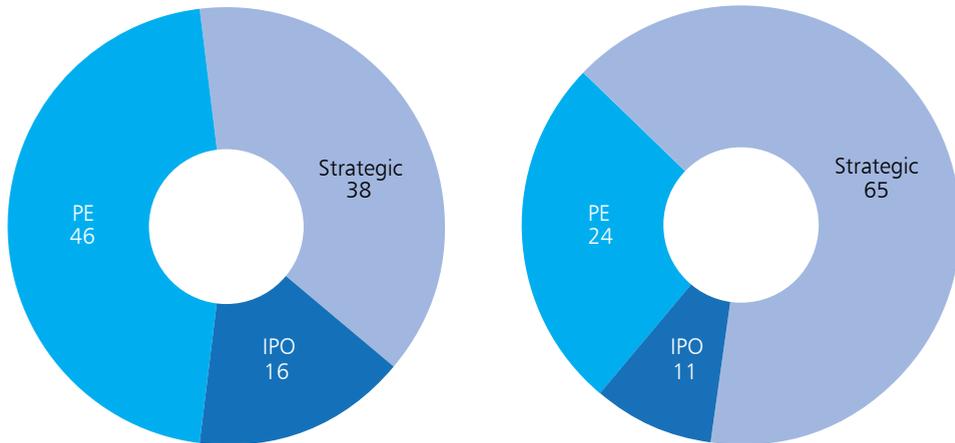


GRÁFICO 11

PE EXITS BY CHANNEL – THE AND NOW (PERCENTAGE)



Fuente: Dealogic (acceso 1 de diciembre de 2017).

la tercera vía. Son procesos lentos, inciertos (precisamente por el tiempo que lleva ejecutarlos y la volatilidad de los mercados) y costosos. Y por ello se han mantenido recurrentemente a distancia relevante de las otras vías de *exit*.

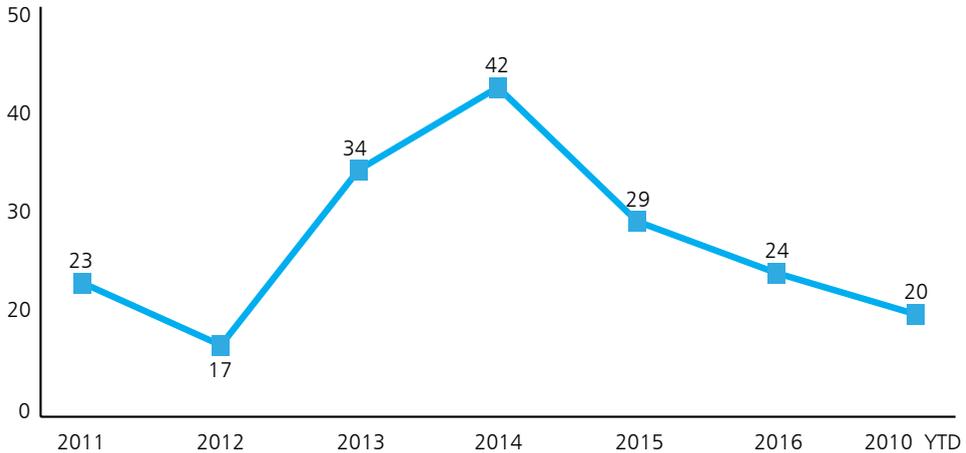
La idea de la desinversión debe estar presente desde el momento del análisis de la inversión. No es suficiente pensar en la implementación de determinadas mejoras operativas (incrementar cuota de mercado, mejorar la eficiencia, conseguir sinergias, etc.); es igualmente necesario idear desde el primer momento cómo se va a vender el activo para devolver el capital a los LP.

Tres son los factores que permiten optimizar las condiciones de la desinversión:

- *Expandir el universo de potenciales compradores tratando de ser disruptivo*: como hemos visto, las opciones tradicionales de liquidez han funcionado de forma consistente a lo largo del último ciclo: ventas a compradores estratégicos (*corporates*), operaciones secundarias y los *IPO*. Con estas estrategias, la industria de *PE* ha sido capaz de “digerir” el pico de inversión del 2007. Ahora, las firmas de *PE* deben tener en cuenta la convergencia entre sectores en el análisis de sus opciones de salida: deben “pensar amplio” y no acomodarse a la tradicional visión de que

GRÁFICO 12

**PE-BACKED IPOS AS A PERCENTAGE OF THE OVERALL IPO MARKET (BY VALUE)**



Fuente: Dealogic (acceso 1 de diciembre de 2017).

el comprador estratégico será un competidor directo o un *player* del mismo sector buscando diversificación relacional (¿habríamos pensado hace diez años que Walmart podría interesarse por Bonobos o Amazon por Whole Foods?). Los compradores estratégicos están continuamente analizando las fuerzas disruptivas en sus respectivos mercados y eso les lleva a plantearse adquisiciones en otros tiempos imprevisibles. La identificación de potenciales compradores es algo que debe abordarse desde el mismo momento de las diligencias iniciales de inversión.

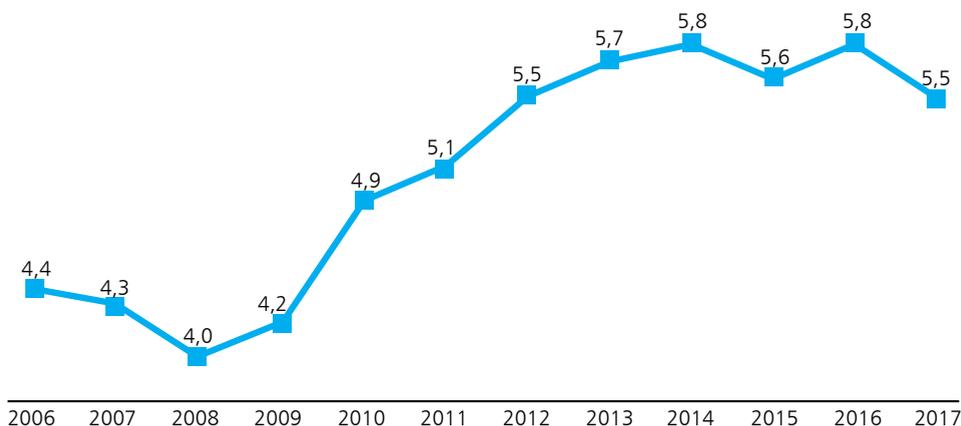
- *Prepararse para mayores períodos de gestión de los activos*: así como ha sucedido en las actividades de captación de capital e inversión, una serie de factores cíclicos y seculares han influido en la longitud de los períodos de permanencia de los *PE* en sus compañías invertidas. El punto más bajo de la serie lo marcó el 2008, justo pasado el pico del último ciclo. Desde entonces, los períodos de permanencia han aumentado de forma significativa, superando consistentemente los cinco años en los últimos ejercicios. Esto ha sido consecuencia principalmente de la crisis económica, donde los mercados de M&A e *IPO* se cerraron y los *PE* se vieron obligados a hacer un trabajo duro de restructuración y mejora de las compañías de su *portfolio*, también afectadas por la crisis. Además, las nuevas estrategias de creación de valor, orientadas a introducir mejoras

operacionales en las compañías, necesitan de períodos de maduración más largos que los tradicionales. Parece que los ciclos de permanencia medios superiores a los cinco años están aquí para quedarse. En este contexto de desinversiones más trabajadas, los *PE* deben establecer una serie de protocolos para asegurarse el momento óptimo de la salida: (i) un comité independiente que asesore sobre el momento óptimo de la desinversión, teniendo en cuenta el entorno, las perspectivas de la compañía y las oportunidades operacionales todavía pendientes de ejecutar; (ii) preparar con tiempo el discurso de salida (el *equity story*), conjuntamente con el equipo directivo y bancos de inversión; y (iii) utilizar herramientas analíticas para mejor determinar el momento óptimo de salida, evitando la intuición.

- *Operaciones secundarias*: ya hemos comentado que el *PE* es un *asset class* eminentemente ilíquido, si bien esto es algo que también está cambiando en los últimos años, con la operación de los fondos secundarios. Estos agentes proveen de liquidez anticipada a los *LP*, y están especializados en la compra de participaciones en fondos de *PE* (de un activo concreto o de un *portfolio* de activos). Las operaciones de secundario han crecido de forma muy relevante en los últimos diez años. En 2016, 37.000 millones de dólares en estas nuevas estructuras de

GRÁFICO 13

**AVERAGE GLOBAL BUY-OUT HOLDING PERIODS FROM 2006 - 2017 (IN YEARS)**



Fuente: regin (15 de noviembre de 2017).

liquidez también están proporcionando un canal para que los inversores en *PE* puedan rebalancear sus *portfolios*, anticipar liquidez o dar continuidad a carteras de activos que, habiendo superado sus períodos acordados de inversión, no están suficientemente maduros para la venta. En este sentido, los *PE* pueden ser también beneficiarios de la creciente sofisticación de estos mercados: cada vez son más las transacciones de mercado secundario que son iniciadas por los propios *PE*, buscando compradores para aquellos activos que no han conseguido desinvertir, al tiempo que procuran liquidez a sus *LP*.

## V. CONCLUSIONES

La industria del *PE* ha evolucionado de forma espectacular en la última década. Hoy es un sector más transparente, diversificado y con mayor liquidez que en 2007.

Uno de los hitos más importantes, pero quizá menos valorados, es la forma en la que las empresas respaldadas por capital privado capearon la última crisis; la ratio de quiebras y sus niveles de rentabilidad muestran que resistieron la recesión mejor que el conjunto de las empresas.

La flexibilidad y agilidad general de la industria son un reflejo de dos de sus motores principales: su estructura de gobierno altamente disciplinada y alineada, y su horizonte de inversión a largo plazo.

Las firmas de *PE* tienen capacidad para transformar las empresas en tiempos de bonanza económica, pero también de rejuvenecerlas y estabilizarlas en época de recesión.

Con más de 600.000 millones de dólares disponibles para realizar nuevas inversiones, crecerán tanto su peso en el mercado como las oportunidades de asociarse con otros *players* de la industria. Los tipos de activos cambian, por lo que encontrarán nuevas formas de transformar las compañías y crear valor.

En adelante, la industria de *PE* debe asegurar que mantiene la disciplina y que las lecciones aprendidas durante el pasado ciclo (sobre precios y sobre apalancamientos), culminado en 2008, se aplicarán a futuro. Confiamos en que, si no hay cambios disruptivos de entorno, el *PE* continuará creciendo y descubriendo nuevas formas de crear valor para los inversores a través de los ciclos económicos.



---

# FASE DE CAPTACIÓN DE FONDOS: EQUILIBRIO DE LOS DISTINTOS INTERESES EN JUEGO

Félix FERREÑO PÉREZ\*

## I. INTRODUCCIÓN A LA MATERIA Y PRESENTACIÓN DEL ANÁLISIS REALIZADO

La inversión en un fondo de capital riesgo podría describirse, en términos generales, como una inversión en un activo gestionado discrecionalmente por terceros, a muy largo plazo, relativamente ilíquida, con expectativas de obtener retornos muy superiores a los de otro tipo de activos, en la cual el inversor asume el riesgo de no recuperar siquiera el capital invertido. Son probablemente estas características las que mejor diferencian a las inversiones en capital riesgo de las inversiones en otros activos más tradicionales y, a su vez, las que justifican la importancia que la fase de captación de fondos o *fundraising* tiene para el devenir del fondo. La definición durante esta etapa de aspectos esenciales como la política de inversión, el volumen máximo de compromisos o la remuneración del equipo gestor, determinará en gran medida el margen de actuación y los recursos con los que contará el equipo para desarrollar posteriormente su estrategia durante las fases de inversión, maduración y desinversión.

En la etapa de captación de fondos se establecerán los términos y condiciones a los que las distintas partes implicadas se tendrán que ceñir durante, al menos, los siguientes diez años. El establecimiento de las “reglas del juego” en la fase más temprana de la vida del fondo, junto con la caracterización del capital riesgo como inversión a muy largo plazo, son determinantes para explicar una de las dinámicas más habituales durante la fase de *fundraising*: la búsqueda de equilibrio entre la mayor certidumbre posible deseada por los inversores, por una parte, y la mayor flexibilidad posible pretendida por el equipo gestor, por la otra. Es imposible anticipar todas las eventualidades a las que los inversores se pueden tener que enfrentar durante la vida del fondo, pero incluso el inversor más habituado a invertir en esta clase de activos querrá delimitar todo lo posible el riesgo que está dispuesto a asumir, y que la documentación legal del fondo prevea los mecanismos adecuados para, si fuese necesario, afrontar adecuadamente aquellas situaciones que *a priori* puedan identificarse como potencialmente perjudiciales para sus intereses. Por su parte, el equipo gestor tendrá interés no solo en poder desarrollar la estrategia de inversión inicialmente prevista sin injerencias de los inversores, sino además en tener la mayor flexibilidad posible para –dentro de unos parámetros razonablemente

\* Asociado principal J&A Garrigues, S.L.P.

---

delimitados, y siempre en interés del fondo– variar y adecuar dicha estrategia a la situación existente en cada momento, pudiendo así reaccionar a las oportunidades, cambios de tendencias o diversas circunstancias que se puedan producir durante la vida del fondo.

Asimismo, es fundamental tener en cuenta que los inversores aceptan invertir en una estructura ilíquida a largo plazo en las que los gestores son los únicos que pueden tomar decisiones de inversión y desinversión, fundamentalmente porque depositan su confianza en un determinado equipo. El inversor confía en la concreta estrategia de inversión que le presenta un equipo, en la capacidad de dicho equipo para implementarla exitosamente y, en última instancia, en que dicho equipo gestionará el patrimonio del inversor con la misma dedicación e interés con la que gestionaría el suyo propio. Sin embargo, esta última circunstancia no es necesariamente una conclusión lógica que quepa esperar que ocurra *per se*, de forma natural, en todo caso y bajo cualquier circunstancia. En este sentido, es un hecho que el único interés económico del inversor reside en la rentabilidad que obtenga el fondo en la venta de sus participadas, mientras que la propia actividad del fondo pondrá normalmente a disposición del gestor otras fuentes de ingresos que no estarán necesariamente vinculadas al éxito de su gestión y que –en ausencia de los mecanismos mitigantes que ha ido consolidando el propio sector–, eventualmente, podrían tener el efecto indeseado de restar importancia a la obtención del mayor retorno posible en la desinversión de las participadas. No obstante, el equipo gestor necesitará contar con un flujo estable de recursos económicos suficientes que respalden adecuadamente su estructura organizativa, de tal forma que puedan competir con los demás fondos en las mejores condiciones posibles. Por tanto, como se desprende de lo anterior, el alineamiento de los intereses económicos de los inversores con los de los gestores será otro de los grandes focos de atención durante el periodo de *fundraising*.

Las referidas pretensiones, tanto las de los inversores como las de los gestores, son razonables y justificadas si se atiende al punto de vista desde el que cada parte afronta la inversión. Prueba de ello es que, a lo largo de los años, el propio mercado ha ido configurando una zona de equilibrio entre unos y otros intereses mediante la consolidación de una serie de principios y buenas prácticas que han terminado por convertirse en términos y condiciones habituales de la industria.

En el mercado español, cada vez más competitivo y sofisticado, la evolución durante los últimos quince años de los términos y condiciones de inversión en capital riesgo ha sido muy notable. La fuerte apuesta de los inversores institucionales internacionales por los fondos españoles, y por supuesto la extraordinaria disposición y receptividad de las gestoras para entender y acomodar las

solicitudes de sus inversores, ha impulsado de manera muy relevante la incorporación de los mejores principios y prácticas del mercado internacional a la documentación legal de los fondos españoles.

Una vez contextualizado y justificado el interés del tema que nos ocupa, se analizan a continuación algunos de los principales ejemplos de términos y condiciones que poco a poco se han ido consolidando en el mercado español, y cuya incorporación a la documentación legal de los fondos contribuye a equilibrar los intereses de los inversores y los intereses del equipo. El análisis se estructura a través de la revisión de nueve grandes bloques de materias habitualmente reguladas en la documentación legal de los fondos. En cada uno de dichos bloques se identificarán los concretos intereses que cada parte pretende proteger, así como el estándar de mercado con el que la propia industria ha tratado de acomodar las distintas pretensiones de las partes. Por último, se concluirá con una reflexión final tratando de destacar sucintamente los aspectos más relevantes que resultan del análisis efectuado.

## II. HORIZONTE TEMPORAL: DURACIÓN DEL FONDO Y PERIODO DE INVERSIÓN

La inversión en capital riesgo es, por antonomasia, una inversión a muy largo plazo. No obstante, los inversores querrán delimitar el horizonte temporal de su inversión estableciendo un periodo de inversión durante el cual el equipo debe llevar a cabo las nuevas inversiones del fondo, así como un límite máximo a partir del cual el fondo tendrá que liquidarse. Por su parte, los gestores necesitarán contar con un margen lo suficientemente amplio como para poder identificar y llevar a cabo las inversiones adecuadas, contribuir al desarrollo y crecimiento de las participadas, y encontrar el momento adecuado para su desinversión. Además, el equipo querrá prever la posibilidad de que en los últimos años de la vida del fondo el mercado no se encuentre en un ciclo favorable para la venta o salida a bolsa y, por tanto, evitar que la desinversión venga determinada por la finalización del periodo inicial de duración del fondo. El establecimiento de un plazo máximo de duración contribuye también a alinear los intereses económicos de las partes involucradas<sup>1</sup>.

La duración habitual de un fondo de capital riesgo suele ser de diez años con posibilidad de prórroga de hasta dos periodos anuales. Normalmente los inversores institucionales exigirán que cada una de esas prórrogas se someta a

---

<sup>1</sup> Piénsese, por ejemplo, en los fondos que al final de su periodo de duración no están en disposición de generar *carried interest* y en los que, por tanto, los gestores no tendrían ningún incentivo económico para liquidar el portfolio de participadas ya que dejarían de obtener la comisión de gestión anual.

---

la previa aprobación de los inversores o del comité de asesoramiento. Los periodos de duración serán sin embargo superiores en aquellos casos particulares en los que la inversión requiere un periodo de maduración sustancialmente mayor, como por ejemplo los fondos que invierten en biotecnología.

Asimismo, la duración del periodo de inversión debe ser adecuada para la estrategia de inversión de cada fondo. Normalmente no suele ser superior a la mitad del periodo inicial de duración del fondo (*i.e.*, excluyendo las posibles prórrogas) y, por tanto, en la generalidad de los casos la duración del periodo de inversión es de cinco años desde el primer cierre del fondo, con posibilidad de prórroga en un periodo adicional de un año. Normalmente la prórroga del periodo de inversión también se somete a la aprobación de los inversores o del comité de asesoramiento.

### **III. DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO Y DIVERSIFICACIÓN DEL RIESGO**

A la hora de analizar una potencial inversión en capital riesgo, el inversor institucional tendrá en cuenta la configuración de su propia cartera de inversiones –ya sean otras inversiones alternativas o inversiones en activos tradicionales–, cómo encaja en la misma la estrategia de inversión del fondo, así como la propia capacidad del equipo gestor para implementar con éxito dicha estrategia.

En este sentido, sin perjuicio de la discrecionalidad del equipo a la hora de adoptar las decisiones de inversión, los inversores esperarán que la política de inversiones descrita en la documentación legal del fondo sea consistente con la estrategia de inversión en la que han confiado y, asimismo, que delimite con razonable detalle el margen de actuación que tendrá el equipo a la hora de adoptar las decisiones de inversión. Es por tanto habitual que desde el primer momento se indique en la documentación legal si el fondo centrará sus inversiones en un determinado sector de actividad –tecnología, *biotech*, etc.– o si tendrá un enfoque generalista; si el fondo se centrará en compañías cuyo negocio se encuentre en determinadas etapas de desarrollo –*seed*, *startup*, expansión, etc.– o en empresas de determinado tamaño; si limitará sus inversiones a un determinado ámbito geográfico; o si el fondo recurrirá al apalancamiento para llevar a cabo sus inversiones.

Es asimismo frecuente que ante determinadas restricciones solicitadas por los inversores el equipo pretenda garantizarse un mínimo margen de actuación para poder adaptarse a cualquier acontecimiento sobrevenido. Por ejemplo,

incluso cuando la estrategia de inversión propuesta se centre en un determinado ámbito geográfico en el que el equipo tenga un mayor conocimiento del mercado o implantación, el equipo tratará de que al menos un porcentaje residual de los compromisos totales del fondo puedan ser invertidos en otras jurisdicciones.

Otro aspecto relevante de la estrategia de inversión de un fondo son los límites de concentración de las inversiones. Los inversores buscarán asegurarse de que los fondos establecen estrategias y procedimientos adecuados de diversificación del *portfolio*. Es habitual que se establezca que no más del 15% o el 20% de los compromisos totales del fondo puedan ser invertidos en una misma compañía o grupo, limitando así la exposición del fondo al riesgo inherente a esa inversión. El equipo por su parte pretenderá que, no obstante dicho límite, en casos excepcionales el fondo pueda incurrir en niveles más altos de concentración cuando las circunstancias razonablemente así lo aconsejen. En estos casos, se considera una buena práctica que se requiera el previo acuerdo del comité de asesoramiento, e incluso que no se pueda superar el límite de concentración en más de compañía o grupo del *portfolio* al mismo tiempo.

#### **IV. GOBIERNO CORPORATIVO E INDEPENDENCIA DEL EQUIPO**

El equipo gestor debe ser el único responsable de tomar las decisiones de inversión y desinversión del fondo. Los partícipes pueden no tener los medios y/o las aptitudes adecuadas para tomar decisiones de inversión directa en empresas y, en cualquier caso, es en el equipo y no en los demás inversores en quienes cada inversor ha confiado a la hora de comprometer su patrimonio en el fondo. Será por tanto habitual que la documentación legal del fondo no permita que los inversores, conjuntamente o por separado, puedan imponer, expresa o tácitamente, ninguna opinión al equipo gestor sobre si el fondo debe o no llevar a cabo una inversión en una compañía, sobre cómo estructurarla o sobre la gestión de las compañías del *portfolio*. No obstante lo anterior, los inversores querrán estar representados activamente en aquellos órganos del fondo cuya función no sea adoptar decisiones de gestión, es decir, la asamblea de inversores y el comité de asesoramiento.

La asamblea de inversores es el órgano en el que deben estar representados todos los inversores y en el que cada uno defenderá sus propios intereses, votando como considere apropiado. El comité de asesoramiento o supervisión es un órgano eminentemente consultivo en el que normalmente están representados los inversores que han asumido los mayores compromisos de inversión en el fondo. La participación en el comité de asesoramiento dará al inversor un acceso relevante a información, le permitirá participar más activamente en la

---

supervisión de las actividades del fondo e incluso prestar apoyo al fondo y al equipo gestor transmitiendo su experiencia y conocimiento sobre las mejores prácticas del mercado. Pese a su carácter consultivo, lo normal es que al comité de asesoramiento le competa decidir con carácter vinculante sobre los conflictos de intereses y otras cuestiones concretas establecidas en la documentación legal del fondo.

Por otro lado, los inversores institucionales preferirán normalmente invertir en fondos independientes y que estén gestionados de forma independiente. En cuanto a la independencia del fondo, lo normal es que no se permita que ningún inversor controle directa o indirectamente más del 50% de los compromisos totales del fondo. Por lo que se refiere a la independencia del equipo gestor, se buscará que las decisiones de inversión y desinversión sean tomadas exclusivamente por el equipo gestor, sin injerencias de ningún inversor. Ello asegurará un mejor alineamiento de intereses entre el equipo gestor y los inversores, y entre los inversores entre sí. La importancia de la independencia del equipo gestor, y la necesidad de mantenerla durante toda la vida del fondo, es uno de los motivos que justifican la inclusión de cláusulas de cambio de control de las sociedades gestoras en la documentación legal de los fondos.

## **V. ALINEAMIENTO DE INTERESES ECONÓMICOS: COMPROMISO DE INVERSIÓN Y REMUNERACIÓN DEL EQUIPO**

En la práctica, el equilibrio entre los intereses de los inversores y los de la gestora se consigue, en gran medida, mediante la revisión y ajuste, en lo necesario, de los elementos económicos de la inversión y, en particular, exigiendo que el equipo comprometa en el fondo su propio patrimonio, al mismo tiempo que se les garantiza un esquema de remuneración adecuado.

La exigencia de un compromiso de inversión mínimo al equipo gestor<sup>2</sup>, mantenido durante toda la vida del fondo, es absolutamente estándar en el mercado y esencial a la hora de lograr la adecuada alineación de intereses económicos entre el gestor y los inversores del fondo. Su principal consecuencia será que todas las decisiones que los gestores tomen respecto al fondo afectarán a su propio patrimonio exactamente igual que al de los demás inversores.

Asimismo, cuando se negocian los componentes y los términos económicos de la remuneración del equipo gestor, el principal objetivo de los inversores

---

<sup>2</sup> Conforme a información estadística recopilada por editoriales especializadas, el importe de referencia en el mercado para los compromisos mínimos del equipo en fondos europeos sería del 2% de los compromisos totales para fondos de *venture*, del 3% para fondos de *growth* y del 2,5% para fondos de *buyouts*.

institucionales será asegurar que haya un equilibrio adecuado entre la remuneración fija (comisión de gestión) y la variable (comisión de éxito o *carry*), configurándose esta última como el principal incentivo ofrecido a los gestores del fondo para crear valor a largo plazo en las compañías participadas. Por su parte, el equipo tratará de asegurar que su propia estructura organizativa cuente durante toda la vida del fondo con los recursos económicos necesarios para poder remunerar a los mejores profesionales y desarrollar adecuadamente su actividad, sin que las decisiones de inversión y desinversión se puedan ver afectadas por la mayor o menor necesidad de recursos que puedan tener en cada momento. A estos efectos, cabe destacar lo siguiente:

- **Comisión de gestión:** En la mayor parte de los fondos europeos la comisión de gestión se situará en un rango de entre el 2% y el 2,5%<sup>3</sup>, variando dentro de ese rango fundamentalmente en función del tamaño del fondo –a mayor volumen menor porcentaje–. Durante el periodo de inversión la comisión se calculará sobre los compromisos totales del fondo, mientras que una vez finalizado el periodo de inversión la comisión se computará normalmente sobre el capital neto invertido, es decir, sobre el coste de adquisición de todas las inversiones del portfolio menos el coste de adquisición de las inversiones total o parcialmente desinvertidas o consideradas irrecuperables. Sin embargo, cada vez es mayor el catálogo de estructuras alternativas de comisión de gestión ofrecido por los equipos, tratando de hacer propuestas innovadoras y diferenciadoras que atraigan el interés de los inversores<sup>4</sup>.

El alineamiento de intereses económicos entre los inversores y la gestora se alcanza normalmente de manera más satisfactoria cuando el beneficio para el equipo proviene principalmente del retorno obtenido por sus propios compromisos de inversión en el fondo y de la comisión de éxito devengada, fomentando que el equipo se centre en la creación de valor a largo plazo. Una excesiva comisión de gestión y la existencia de otras fuentes de ingreso (como las comisiones o remuneración percibida directamente de las compañías del *portfolio*) no contribuirán a lograr tal fin. Será por tanto fundamental encontrar el equilibrio entre una comisión de gestión que sea suficiente para cubrir adecuadamente los gastos operativos de

<sup>3</sup> Conforme a información estadística recopilada por editoriales especializadas, el rango indicado es la referencia de mercado para los fondos europeos de *venture, growth* y *buyouts* de entre 50 y 815 millones de euros, reduciéndose dicha referencia al 1,75% para fondos europeos de *buyouts* de más de 815 millones de euros, y al 1,5% para aquellos de más de 4.075 millones de euros.

<sup>4</sup> Por ejemplo, ofreciendo una menor comisión de gestión a los inversores del primer cierre del fondo, o a los inversores cuyo compromiso de inversión supere un determinado importe (aplicando dicha comisión reducida bien a la totalidad del compromiso o solo al exceso sobre el umbral establecido), así como incluso ofreciendo una menor comisión de gestión a cambio de soportar esos inversores un *carry* mayor al estándar del 20%.

---

la gestora y que al mismo tiempo mantenga al *carried interest* como el verdadero incentivo económico del equipo gestor.

Por este motivo, durante la fase de *due diligence* los inversores institucionales suelen solicitar y revisar en detalle el presupuesto de la gestora para analizar si el nivel de comisión de gestión soportada por el fondo es adecuado a la vista de los gastos de estructura y organización estimados. La finalidad de este análisis será evitar que el equipo obtenga un beneficio excesivo derivado únicamente de la comisión de gestión, y que, al mismo tiempo, esta sea suficiente para cubrir adecuadamente los gastos razonables presupuestados por la gestora, permitiendo que el equipo se centre exclusivamente en las inversiones y desinversiones del fondo. Entre otros aspectos, normalmente se suelen tener en cuenta los menores niveles de gasto de la gestora cuando se trata de un fondo sucesor (*i.e.*, no es el primer o el único fondo bajo gestión del equipo), cuando ha finalizado el periodo de inversión de un fondo, o durante la prórroga del plazo inicial de duración del fondo.

En línea con lo indicado, es habitual que se establezca un mecanismo de compensación (total o parcial) entre los importes debidos al equipo como comisión de gestión y los importes que el equipo pueda percibir de las compañías participadas por el fondo por cualquier concepto (incluyendo servicios de asesoramiento o consultoría, comisiones de administración o gestión cobradas a las participadas o remuneración como consejeros).

- **Comisión de éxito:** El estándar absolutamente extendido en la industria es establecer una comisión de éxito o *carried interest* para el equipo gestor igual al 20% de todos los retornos obtenidos por el fondo una vez que los inversores han recuperado su inversión y obtenido un retorno preferente o *hurdle* del 8%. Estos dos elementos se estructuran además estableciendo un orden de preferencia o “cascada” de distribuciones, que en la gran parte de los casos<sup>5</sup> funcionaría de la siguiente manera: (i) En primer lugar, los retornos obtenidos se distribuirían íntegramente a los inversores<sup>6</sup>, hasta que todos ellos hayan recibido distribuciones por un importe igual al de los compromisos desembolsados<sup>7</sup>; (ii) una

---

<sup>5</sup> Al igual que se ha indicado respecto de la comisión de gestión, aunque la estructura descrita sigue siendo aplicable en la mayor parte de los casos, es cada vez mayor el número de fondos en los que los equipos, como elemento diferenciador, ofrecen estructuras alternativas que incorporan alguna variación sobre la tradicional cascada de distribuciones.

<sup>6</sup> Incluido al equipo gestor en la parte que le corresponda por su compromiso de inversión en el fondo.

<sup>7</sup> Una alternativa más protectora para los inversores, y que no es inhabitual que los inversores institucionales soliciten incluir, sería que en primer lugar se realicen distribuciones a los inversores hasta que hayan recibido distribuciones por un importe igual al 100% de su compromiso de inversión, haya sido desembolsado o no.

vez que los inversores han recuperado el capital invertido, los retornos obtenidos se seguirían distribuyendo íntegramente a los inversores hasta que cada uno de ellos haya recibido el *hurdle* –i.e., una rentabilidad del 8% anual sobre las cantidades desembolsadas al fondo por el inversor–; (iii) una vez que los inversores han obtenido su retorno preferente, los siguientes retornos que obtenga el fondo se distribuirían íntegramente al equipo gestor hasta que este reciba distribuciones por un importe equivalente al 25% de las cantidades distribuidas como *hurdle* –o lo que es lo mismo, el 20% de todas las cantidades distribuidas hasta este momento en exceso del capital aportado por los inversores<sup>8</sup>–; y (iv) finalmente, todo retorno adicional se distribuiría, un 80% a los inversores y un 20% al equipo gestor, en concepto de comisión de éxito (*carry* o *carried interest*, indistintamente). Por último, cabe mencionar que en la inmensa mayoría de los fondos europeos el *carry* se determinará sobre la base del fondo en su conjunto (*on a whole fund basis*) y no operación por operación (*on a deal-by-deal basis*), mucho más habitual en el mercado estadounidense.

Ya sea directamente, o indirectamente a través de su participación en la sociedad gestora o de los acuerdos contractuales que puedan tener con la sociedad gestora, el *carried interest* debe corresponder íntegramente a los miembros del equipo gestor, pues de ellos depende la marcha del fondo. Asimismo, es habitual establecer que una parte significativa del *carry* tenga que estar reservada para los miembros clave del equipo, y que la parte restante pueda ser compartida únicamente con el resto de miembros del equipo de la gestora.

## VI. TAMAÑO MÁXIMO DEL FONDO

Normalmente durante la fase de *fundraising* los inversores institucionales analizarán y valorarán cuál es el tamaño adecuado del fondo teniendo en cuenta factores como las condiciones del mercado o la estrategia de inversión del fondo.

<sup>8</sup> Como se ha indicado, el “pacto económico” es que el equipo gestor esté incentivado con poder obtener el 20% de los beneficios obtenidos, es decir, el 20% de todas las distribuciones que se hagan una vez que los inversores hayan recuperado su inversión. Además, ello se complementa con el pacto del retorno preferente, que fundamentalmente exceptúa temporalmente el reparto 80% (inversores) - 20% (equipo) del beneficio dando preferencia a los inversores para asegurarse de que reciben el retorno preferente del 8% antes de que el equipo pueda obtener ningún *carry*. Ahora bien, una vez que el capital invertido ha sido recuperado, y el retorno preferente ha sido abonado a los inversores, el equipo tiene que “ponerse al día” (*catch-up*) para cumplir con la referida regla de reparto del 80% del beneficio para los inversores y el 20% para el equipo. Para ello se incluye este paso en la cascada que hace que los inversores no vuelvan a recibir ninguna distribución hasta que el equipo haya recibido un 20% de todas las cantidades distribuidas en exceso del capital invertido.

---

La finalidad de valorar este aspecto es considerar la potencial situación de conflicto de intereses entre los deseos de la gestora de mantener su posición en el mercado levantando fondos de cada vez mayor tamaño, frente al interés de los inversores en asegurar que el capital que sea levantado pueda ser efectivamente invertido durante el periodo de inversión del fondo. Asimismo, con independencia de la capacidad del equipo para invertir efectivamente dicho capital, un incremento del tamaño del fondo conllevaría la percepción de mayores ingresos vía comisión de gestión –calculada durante el periodo de inversión directamente sobre el importe total de compromisos del fondo–, lo cual se tendrá en cuenta para evitar que se desvirtúe al *carry* como principal incentivo económico del equipo si la cantidad levantada es muy superior a la que puede ser razonablemente invertida conforme a la estrategia de inversión propuesta para el fondo.

Aunque el hecho de que el compromiso de inversión mínimo del equipo se calcule normalmente como un porcentaje sobre los compromisos totales del fondo ayuda a mitigar este riesgo, es habitual establecer en la documentación legal del fondo el importe máximo de compromisos que el equipo podrá aceptar (*hard cap*) hasta el cierre final del fondo. Asimismo, en ocasiones los inversores negocian un porcentaje de comisión de gestión menor una vez que los compromisos totales del fondo superan un cierto umbral.

## VII. COINVERSIÓN

Es una práctica aceptada por el mercado que el equipo gestor se reserve la posibilidad de que el fondo alcance acuerdos de coinversión que le permitan participar en operaciones que de lo contrario serían demasiado grandes o causarían el incumplimiento de los límites de diversificación acordados. En general, tales oportunidades de coinversión son consideradas positivamente por los inversores. Sin embargo, los inversores institucionales tratarán normalmente de incluir en la documentación legal del fondo una serie de previsiones que aseguren, por un lado, que dichas situaciones no afecten negativamente a los intereses del fondo y, por otro, el acceso de tales inversores a dichas oportunidades de coinversión.

El aspecto más importante es que la posibilidad de ofrecer oportunidades de coinversión no debe ser perjudicial para los propios derechos de inversión del fondo y, en consecuencia, se deben limitar solo a situaciones en las que la inversión mínima requerida por la compañía exceda la capacidad de inversión del fondo. Asimismo, el fondo no debe soportar la totalidad de los gastos de la transacción, sino que los coinversores deben soportar la parte que les corresponda en proporción al capital invertido por cada uno de ellos. Debe también

evitarse que el ofrecimiento de operaciones de coinversión suponga un incentivo económico para el equipo y, por tanto, es habitual que la gestora renuncie a percibir comisiones de gestión de los coinversores, o bien que el importe de tales comisiones se compense con los importes debidos como comisión de gestión del fondo.

Una de las actuales tendencias en la industria es el cada vez mayor interés de los inversores institucionales en participar directamente en el capital de las compañías. Sin embargo, tener acceso a las mejores operaciones y capacidad para llevarlas a cabo no siempre está al alcance de todos los inversores. La coinversión con los fondos en los que son partícipes se presenta como una de las alternativas más atractivas para acometer tales inversiones, permitiéndoles aumentar su interés en una determinada participada sin tener normalmente que pagar una comisión de gestión ni *carry* (o solo un *carry* reducido) sobre la exposición adicional. Por otro lado, los inversores tendrán interés en que las oportunidades de inversión originadas por la dedicación y esfuerzo del equipo sean aprovechadas, si no por el fondo, preferentemente por sus partícipes, quienes en última instancia han remunerado e incentivado dicha dedicación y esfuerzo a través de la comisión de gestión y del *carried interest*. En este sentido, los inversores institucionales solicitarán normalmente que todas las oportunidades de coinversión se ofrezcan, en primer lugar, a los inversores del fondo y, solo en la parte no cubierta por estos, a terceros ajenos al fondo.

Conceptualmente el equipo no suele ver como algo negativo la coinversión del fondo con sus partícipes. Al contrario, les permitirá normalmente fidelizar a los inversores interesados en tal tipo de operaciones al mismo tiempo que evitan o minimizan la necesidad de compartir la oportunidad con otros fondos competidores. Sin embargo, no necesariamente todos los partícipes, ni siquiera todos aquellos institucionales con compromisos superiores a un determinado umbral, tendrán siempre capacidad y experiencia suficiente para negociar y ejecutar rápidamente una inversión típica de capital riesgo. Asimismo, en determinadas ocasiones –procesos competitivos, sectores regulados, etc.– podría ser aconsejable dar entrada en la operación a un inversor estratégico con experiencia en el sector de la participada, ya sea dicho inversor un partícipe o un tercero ajeno al fondo. Por ello, los gestores tratarán de que la documentación legal les permita, en interés del fondo, ofrecer oportunidades de coinversión solo a los partícipes que ellos consideren suficientemente capacitados como para acometerlas, o incluso directamente a terceros cuando su perfil y experiencia así lo aconsejen respecto de una concreta inversión. Estas situaciones, aunque efectivamente tengan justificación en la defensa de los mejores intereses del fondo, presentan el riesgo de que ciertos inversores o terceros puedan ser favorecidos por la gestora dándoles un mayor acceso a estas oportunidades de coinversión. Por este motivo, se hace necesario que los acuerdos de coinversión alcanzados sean reportados y transparentes para los inversores.

---

Por último, así como el compromiso del equipo en el fondo se ve de forma positiva, puesto que refleja el alineamiento de los intereses del equipo con el de los inversores, normalmente no se permitirá a los gestores coinvertir con el fondo, evitando que puedan elegir a su discreción en qué participadas asumen una mayor exposición y, por tanto, beneficiarse en interés propio de su mayor información y control sobre la inversión.

## VIII. EXCLUSIVIDAD E INVERSIONES CRUZADAS

Uno de los aspectos tenidos en cuenta a la hora de apostar por un equipo es su capacidad para identificar y originar oportunidades de inversión, así como su capacidad para implementar efectivamente la estrategia de inversión propuesta para el fondo. Por tanto, los inversores institucionales querrán incentivar que los gestores inviertan efectivamente la mayor parte posible de los compromisos de inversión disponibles y, en cualquier caso, tendrán interés en asegurar que todas las oportunidades detectadas, en tanto que sean adecuadas para ser invertidas por el fondo, sean aprovechadas exclusivamente por el fondo en el que ellos participan, sin que el equipo pueda elegir cuál de los distintos vehículos que gestionan, en su caso, es el que realizará la inversión.

En este sentido, los inversores de un fondo requerirán que el equipo no pueda levantar nuevos vehículos hasta que se haya terminado el periodo de inversión, o hasta que dicho fondo haya invertido, al menos, un determinado porcentaje de sus compromisos totales. En la mayor parte de los casos este nivel mínimo de inversión se sitúa entre el 70% y el 90% de los compromisos totales del fondo, dependiendo del tipo de fondo de que se trate y de cuál sea su estrategia de inversión, en particular en lo referido a las inversiones de seguimiento. En cualquier caso lo fundamental será que en la medida de lo posible se evite que coincidan en el tiempo los periodos de inversión de dos o más fondos gestionados por un mismo equipo. Normalmente esta restricción se limita al levantamiento de fondos sucesores con la misma o similar política de inversión, entendiéndose que es razonable permitir que el equipo pueda levantar fondos sucesores cuya política de inversión no se solape con la del fondo preexistente siempre que los intereses de los inversores no se vean negativamente afectados. No obstante, en determinadas ocasiones en las que resulta especialmente relevante asegurar que todos los esfuerzos del equipo se centran en invertir adecuadamente el fondo<sup>9</sup>, evitando la distracción propia de las labores de *fundraising*, los inversores institucionales podrían ir más allá y exigir que el equipo no pueda levantar ningún fondo, sea cual sea su política de inversión, mientras no se haya

<sup>9</sup> Por ejemplo aquellas ocasiones en las que el equipo de gestión cuenta con recursos limitados; o cuando se trata de un *first time team* sin experiencia previa durante un ciclo de inversión completo.

terminado el periodo de inversión del fondo preexistente o hasta que este no haya alcanzado el referido nivel mínimo de inversión.

Asimismo, se suele incluir expresamente la prohibición a la gestora y a los miembros del equipo de invertir, directa o indirectamente a través de otros vehículos controlados o gestionados por ellos, en compañías que sean aptas para ser invertidas por el fondo de conformidad con su política de inversión.

La anterior prohibición se completará normalmente con la caracterización de las inversiones cruzadas entre distintos fondos gestionados por un mismo equipo como potenciales situaciones de conflicto de intereses que deberán contar con el visto bueno del comité de asesoramiento de cada uno de los fondos para poder ser llevadas a cabo. Piénsese por ejemplo en situaciones como la inversión de un fondo sucesor en una de las participadas de un fondo preexistente. Los inversores de uno y otro fondo querrán estar muy atentos a las condiciones en las que se realiza dicha transacción, asegurándose de que la misma atiende a los intereses de los respectivos fondos y no al interés del equipo en “reubicar” dicha inversión en la cartera de uno u otro fondo.

## IX. SALIDA DE EJECUTIVOS CLAVE

Cuando un inversor invierte en un fondo de *private equity* está, fundamentalmente, invirtiendo en la calidad de su equipo gestor. Los inversores tendrán en cuenta quiénes conforman el equipo, sus distintos campos de experiencia, los años que llevan invirtiendo juntos, el resultado de inversiones previas y cuál será su nivel de involucración en la gestión del fondo. La composición del equipo no es solo importante para conocer su *track record* (en caso de que lo haya), sino también para conocer su forma de trabajo y organización: cómo originan o detectan las oportunidades de inversión<sup>10</sup>, cómo las analizan durante la fase de *due diligence*, cómo ejecutan las inversiones, cómo aportan valor añadido a las compañías del portfolio, y cómo afrontan su desinversión. La composición del equipo gestor es, por tanto, una consideración esencial a la hora de comprometer la inversión en un fondo y, consecuentemente, el inversor deberá estar adecuadamente protegido frente a la eventualidad de que sus miembros clave dejen por cualquier causa de estar involucrados en la gestión del fondo, sobre todo (aunque no únicamente) si ello tiene lugar durante el periodo de inversión.

---

<sup>10</sup>Tener una red de contactos que dé acceso a un número relevante de las operaciones disponibles en el mercado, así como la cantidad de potenciales transacciones que un equipo puede analizar al mismo tiempo, son aspectos especialmente importantes a la hora de valorar un equipo dado que, en general, un *pipeline* robusto se suele traducir en una actividad transaccional fuerte, que a su vez permite construir una cartera adecuadamente diversificada y, por tanto, eleva las expectativas de obtener un retorno positivo.

---

Una práctica consolidada por el mercado es la incorporación de mecanismos que, ante eventuales situaciones de “salida de ejecutivos clave”, protejan a los inversores permitiéndoles reconsiderar o reafirmar positivamente su compromiso de inversión en el fondo. Estos mecanismos asegurarán la sustitución del ejecutivo clave u otra solución igualmente satisfactoria para los inversores y, como último recurso, la posibilidad de que una mayoría predeterminada de inversores sea capaz de optar por la terminación del fondo.

La “salida de ejecutivos clave” se define normalmente como cualquier situación en la que uno o más de los miembros clave del equipo gestor, según los casos, dejan de dedicar sustancialmente todo su tiempo de trabajo a la gestión del fondo<sup>11</sup>. Dicha salida de ejecutivos clave debe ser inmediatamente comunicada a los inversores y normalmente desencadenará la suspensión automática de todas las inversiones (incluidas inversiones de seguimiento) y desinversiones del fondo, salvo aquellas que ya estuvieran previamente comprometidas con terceros o sean expresamente autorizadas por el comité de asesoramiento, caso por caso. Asimismo, la gestora deberá buscar un sustituto al ejecutivo clave saliente (u otra solución igualmente satisfactoria para los intereses de los inversores) y proponer al candidato a los inversores para que estos aprueben su nombramiento. La suspensión de las inversiones y desinversiones del fondo se levantará en el momento en el que los inversores den su conformidad al nombramiento del nuevo ejecutivo clave, o decidan levantar el periodo de suspensión por considerar que el resto del equipo es suficiente para gestionar el fondo y sus inversiones. Si no se levanta el periodo de suspensión en el plazo preestablecido para ello (habitualmente seis meses), lo habitual es que los inversores puedan acordar la terminación definitiva del periodo de inversiones (si no hubiese terminado ya), el cese “con causa” de la gestora o incluso la disolución y liquidación del fondo.

## **X. EL CESE DEL EQUIPO GESTOR POR LOS INVERSORES**

Dado el alto nivel de discrecionalidad que tendrá el equipo gestor a la hora de gestionar el patrimonio del fondo, será habitual que los inversores tengan la opción de cesar a la gestora y sustituirla por otra gestora cuando razones de peso así lo justifiquen. En este sentido, los inversores se asegurarán de que la documentación legal del fondo permita que una mayoría adecuada de inversores pueda en cualquier momento cesar al equipo gestor del fondo. Este mecanismo de cese de la gestora por decisión de los inversores debe ser equilibrado, protegiendo suficientemente a la gestora para evitar que tales medidas, que

---

<sup>11</sup>O, cuando gestionan simultáneamente varios fondos con distintas estrategias de inversión o en distintas fases de vida del fondo, cuando dejen de dedicar suficiente tiempo a la gestión del fondo en cuestión.

tendrán efectos de extraordinaria relevancia para el futuro de un equipo, no sean tomadas arbitrariamente o simplemente porque pueda existir un incentivo económico para los inversores. Así, las consecuencias de dicho cese, en particular las económicas, serán distintas según se trate de un cese “con causa” o de un cese “sin causa”.

La definición de “causa” en la documentación legal del fondo será esencial desde el punto de vista de la protección de los inversores. En particular, será especialmente relevante la configuración de la lista de situaciones que constituirán un supuesto de causa (por ejemplo, es habitual la inclusión de fraude, dolo, incumplimiento relevante de la documentación legal del fondo, el acacamiento de una salida de ejecutivo clave o un cambio de control que no hayan sido resueltos, etc.), así como la previsión de que un tercero, árbitro u órgano judicial, deba o no determinar la existencia de causa para que el cese se considere efectivo. En relación a este último aspecto, los inversores institucionales normalmente considerarán que la gravedad de tales situaciones justifica que la eficacia del cese quede sometida únicamente a la existencia de un acuerdo adoptado por inversores que representen más del 50% de los compromisos totales del fondo, ya que tener que esperar a la obtención de un laudo arbitral o una sentencia desvirtuaría de forma significativa la eficacia de esta medida. Respecto a las consecuencias económicas, el cese con causa conllevará la pérdida del derecho a percibir la comisión de éxito.

El cese del equipo gestor en aquellos casos en los que no exista causa, requerirá su aprobación por una mayoría cualificada (normalmente el 75% o el 80% de los compromisos totales) de los inversores y, además, conllevará que la gestora cesada tenga derecho a percibir una compensación económica (que habitualmente es igual al importe de la comisión de gestión de los últimos doce meses) y a retener una parte proporcional del derecho a percibir *carried interest* (que será mayor cuanto más tiempo haya transcurrido desde el primer cierre del fondo). La retención de solo parte del derecho a percibir la comisión de gestión que en su caso se devengue se justifica en la necesidad de que haya suficiente *carry* disponible para que los inversores puedan atraer a un equipo gestor de igual “calibre” que el saliente. Por su parte, es frecuente que el equipo se asegure de que los inversores no puedan cesarles sin causa durante un periodo de tiempo que suele establecerse entre uno y dos años desde el primer cierre del fondo.

## **XI. REFLEXIONES FINALES**

Como se desprende de lo indicado anteriormente, los intereses de las partes involucradas en el proceso de captación de fondos, inversores y equipo

---

gestor, no tienen que ser necesariamente coincidentes. Al contrario, la distinta posición que ocupan respecto a la inversión hace que, de forma natural, existan aspectos en los que las pretensiones de una y otra parte difieran, aun siendo todas ellas razonables y justificadas.

La propia industria del *private equity* ha sabido dar una respuesta satisfactoria a esta dinámica mediante la consolidación de una serie de términos y condiciones de mercado que, en última instancia, delimitan una zona de equilibrio en la que tanto los intereses de los inversores como los del equipo gestor se encuentran razonablemente protegidos.

No se trata sin embargo de un catálogo cerrado de términos y condiciones de mercado que inexorablemente deban incluirse metódicamente en la documentación legal de todos los fondos, sino que será siempre necesario valorar su incorporación atendiendo a las circunstancias del caso concreto. Asimismo, la mayor parte de los términos y condiciones analizados están interrelacionados entre sí y, por tanto, permiten alcanzar un mismo objetivo a través de distintos enfoques o configuraciones. En otras palabras, la protección y el alineamiento de los intereses de los inversores y del equipo gestor no se obtiene mediante un único mecanismo, sino que es el resultado de sumar un conjunto de previsiones sobre distintas materias que, globalmente consideradas, resultan en un mejor equilibrio entre unos y otros intereses.

En consecuencia, actualmente los inversores institucionales buscan invertir en fondos en los que la documentación legal ofrezca un nivel de confort suficiente para que los intereses de todas las partes estén adecuadamente alineados, minimizando los potenciales conflictos de intereses y estableciendo los procedimientos adecuados para que, si llega a ser necesario, tales situaciones sean tratadas conforme a las mejores prácticas del sector.

Aunque la incorporación de dichos términos y condiciones no será lo que “motive” la inversión –mérito que corresponde en exclusiva a la calidad y solidez de los equipos–, su confirmación durante el proceso de *due diligence* puede llegar a ser un elemento relevante a la hora de tomar la decisión final de invertir o no en el fondo, así como un elemento diferenciador que podrá ayudar a que el inversor institucional se decante por uno u otro fondo en caso de duda. Asimismo, la adecuación de los términos del fondo a las mejores prácticas del sector facilitará el análisis de la potencial inversión y, por tanto, ayudará a que el inversor institucional necesite menos tiempo para materializar su interés mediante la firma del correspondiente compromiso irrevocable de inversión. Este aspecto tiene también gran relevancia para el equipo, ya que la pronta incorporación al fondo de un inversor institucional de referencia será vista por otros potenciales inversores como una especie de “validación” del mercado, lo cual contribuirá muy positivamente a la captación de fondos adicionales.

---

# LA FINANCIACIÓN EN PROYECTOS DE CAPITAL RIESGO

Pablo MAÑUECO\*

Irene PEÑA\*\*

## I. INTRODUCCIÓN

La actividad del capital riesgo ha captado la atención a nivel internacional en los últimos años al adquirir una importancia creciente en la financiación de la economía real. El capital riesgo es una importante fuente de financiación a largo plazo, que puede llegar a cubrir todos los estadios de crecimiento de una compañía. Si bien no es una industria ajena al ciclo económico, se ha configurado como una importante herramienta de apoyo al crecimiento, sabiéndose adaptar a cambios macroeconómicos y regulatorios.

Existen evidencias empíricas de que los sectores en los que los fondos de capital riesgo han estado más activos han demostrado un crecimiento más rápido y una mayor capacidad de resistencia a periodos como el reciente de contracción económica, apoyados en una mayor capacidad inversora y unos balances más solventes. Particularmente, en un periodo de incertidumbre económica, la actividad inversora del capital riesgo se ha mostrado resistente y, en los últimos años ha crecido, protagonizando su segundo ciclo alcista de este siglo diez años después de los niveles máximos registrados en 2007.

Parte de este espectacular desarrollo reciente se encuentra muy relacionado con la capacidad que han encontrado las entidades de capital riesgo para acceder a financiación, tanto a la hora de atraer inversión en las fases de captación fondos (*fundraising*) como de acceder a fuentes de deuda para cubrir necesidades de financiación en el segmento de compras apalancas.

En efecto, el escenario de bajos tipos interés y exceso de liquidez que ha definido los últimos tres años y que todavía se prevé que se mantenga a lo largo de 2018, como consecuencia de las medidas extraordinarias implementadas por los bancos centrales con el objetivo de reactivar el crédito y, con ello, la economía real, han promovido el acercamiento de un número creciente de inversores institucionales hacia activos alternativos de inversión.

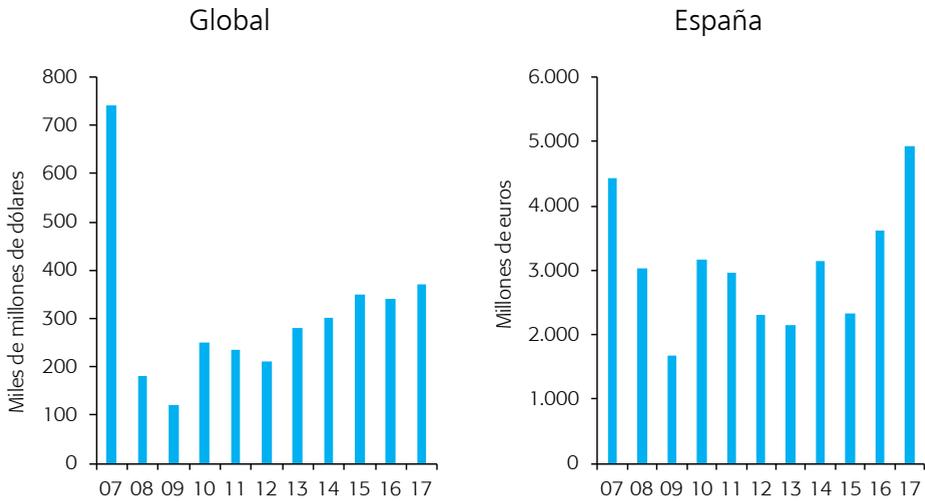
---

\* Socio área Corporate Finance de Afi.

\*\* Consultora sénior área Corporate Finance de Afi.

GRÁFICO 1

**IMPORTES DE INVERSIÓN ANUAL DECENIO 2007-2017**



Fuentes: Elaboración propia en base a datos de Dealogic (Global) y ASCRI (España).

Esto habría beneficiado a las entidades de capital riesgo que, como se analizará a continuación, registraron en 2017 niveles máximos históricos de *fundraising*, pero también a los fondos de deuda privada (también conocidos como fondos de *direct lending*) que han colaborado muy activamente en los últimos años con el capital riesgo para el cierre de transacciones.

En este artículo se abordará desde diferentes ángulos cómo ha evolucionado el modelo de financiación de las entidades de capital riesgo y las perspectivas sobre su evolución futura.

## II. CAPITAL RIESGO COMO DEMANDANTE DE FINANCIACIÓN

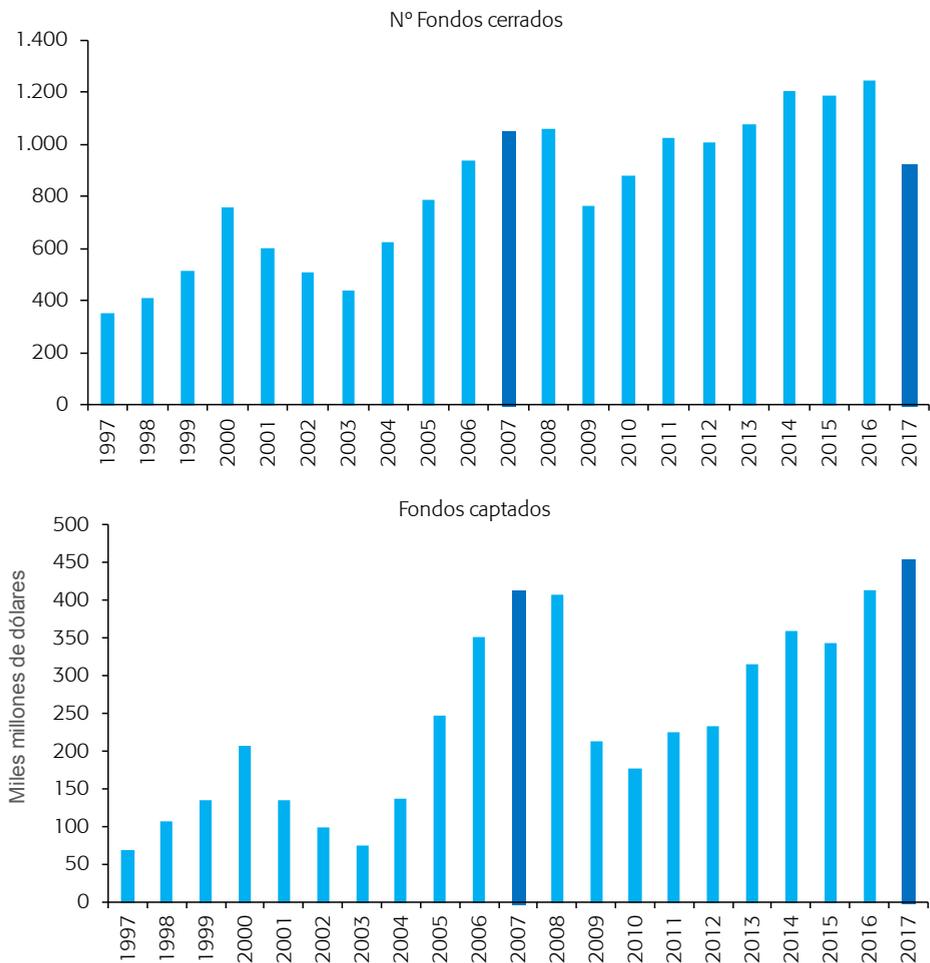
Las entidades de capital riesgo son, al mismo tiempo, proveedoras y demandantes de fondos. Su financiación proviene de fondos captados entre inversores, normalmente institucionales, con quienes se comprometen unos retornos esperados de la inversión del fondo. Es lo que se conoce como captación de fondos o *fundraising* para la constitución del fondo.

Las cifras de *fundraising* son el mejor indicador de las perspectivas del sector y del apetito inversor. Así, tras el inicio de la crisis en 2008, los fondos

captados por las entidades de capital riesgo se redujeron fuertemente durante el periodo 2009-2013, en un entorno de elevada incertidumbre que se extendió a lo largo del sistema financiero y en todos los ámbitos del mercado de capitales. Durante estos años la inversión se pudo mantener gracias a los fondos máximos captados justo antes del inicio de la crisis y todavía no invertidos, ya que los niveles de *fundraising* no se comenzaron a restablecer hasta finales de 2013, con las primeras señales de cambio de ciclo económico.

GRÁFICO 2

**NÚMERO DE FONDOS CERRADOS Y RECURSOS CAPTADOS A NIVEL GLOBAL**

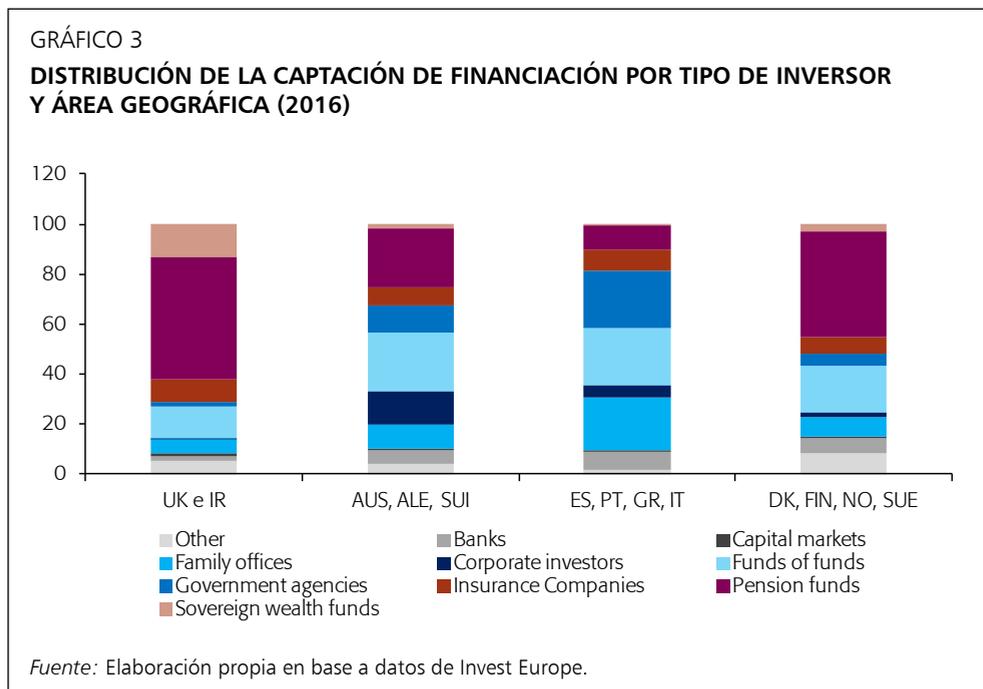


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Preqin.

Tal y como se muestra en el gráfico 2, los fondos captados en 2017 sobrepasaron los niveles máximos de 2007, situando a la industria en un escenario de liquidez sin precedentes. A pesar de que el número de fondos cerrados fue inferior al de años anteriores, esto fue así gracias a la mayor presencia de los “mega fondos” definidos como aquellos fondos con activos por importe de más de 4.500 millones de euros.

En España, en los últimos cuatro años se ha captado un total aproximado de 7.803 millones de euros, de los que tan solo en 2017 se captaron 1.861 millones de euros, frente a los 1.447 millones de euros en el periodo 2010-2013. No obstante, el *fundraising* en nuestro país sigue siendo muy dependiente de la inversión internacional, ya que el inversor institucional nacional destina un porcentaje todavía reducido en términos comparativos de su cartera al capital riesgo.

Las perspectivas para 2018 se mantienen positivas en lo relativo al levantamiento de fondos, en un contexto de todavía elevada liquidez y escasa rentabilidad de los activos líquidos de renta fija, contribuyendo a crear un entorno de elevada competencia entre entidades de capital riesgo, que se está trasladando a los múltiplos de entrada en las compañías, lo que dibuja un panorama mucho



más complejo para las entidades de capital riesgo a la hora de rentabilizar sus inversiones.

El perfil de los inversores detrás de las entidades de capital riesgo también ha evolucionado en estos años hacia un modelo de financiación más diversificado, que incorpora una alta presencia de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de fondos (vehículos que no invierten directamente en las compañías, sino que compran participaciones en otros fondos), lo que ha sido motivado por las necesidades de búsqueda de rentabilidad de este tipo de inversores en un entorno de bajos tipos de interés y de elevada liquidez.

Además de la búsqueda de rentabilidad, otro de los motivos que estarían favoreciendo el interés de inversores institucionales como compañías de seguros y fondos de pensiones sería el carácter a largo plazo de sus inversiones, factor que alinea los intereses de este tipo de instituciones. Por su parte, la participación de inversores minoristas en el *fundraising* del capital riesgo es hasta la fecha irrelevante, lo que en la práctica limita el riesgo sistémico que este tipo de inversiones podría originar en un escenario de contracción económica o de burbuja en precios.

### III. COMPRAS APALANCADAS

El capital riesgo se ha apoyado de manera habitual en el endeudamiento para completar la financiación de proyectos, dando lugar a lo que se denomina en el mercado operaciones apalancadas.

Las compras apalancadas o *LBO*, por sus siglas en inglés (*Leveraged Buy Out*), son estructuras utilizadas por las firmas de capital riesgo para la adquisición de compañías en las que la compra se estructura mediante una combinación de capital (proporcionada por la firma de capital riesgo) y deuda (proporcionada por un tercero, tradicionalmente entidades financieras).

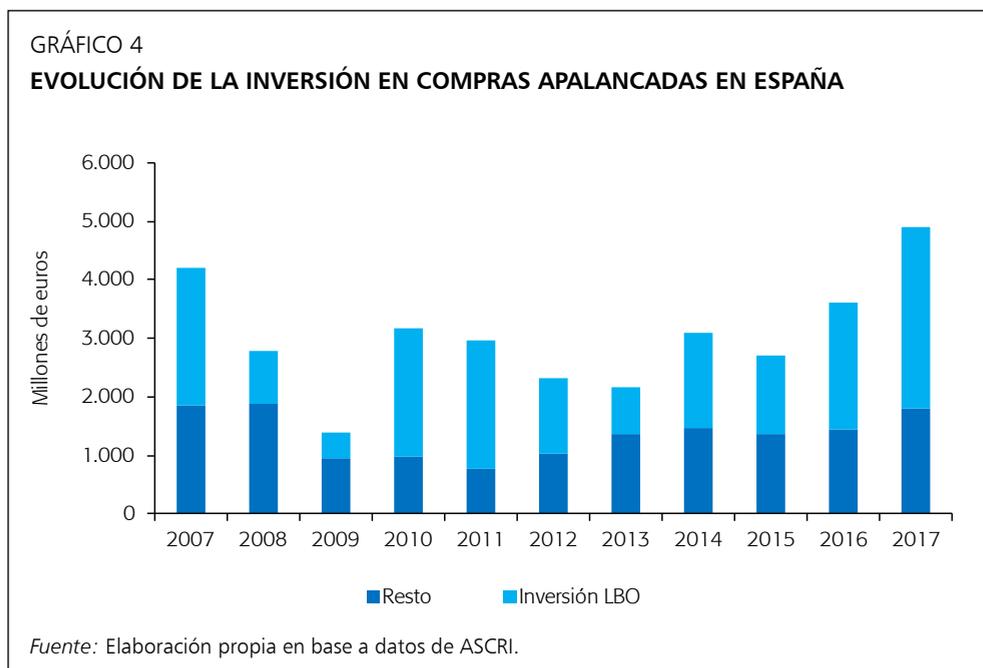
La adquisición normalmente se articula a través de un vehículo creado especialmente para la operación (*SPV* o *Special Purpose Vehicle*) de modo que el repago de la deuda depende exclusivamente de los flujos generados por la compañía adquirida (es decir, sin recurso a la propia entidad de capital riesgo o a sus otras participadas) y cuyo activo actúa como garantía de la financiación. Es por ello que en este tipo de operaciones la capacidad de generación de caja de la empresa adquirida constituye uno de los principales criterios de selección.

Mediante esta fórmula, la exposición del capital riesgo a la inversión se reduce, afectando positivamente a la rentabilidad potencialmente obtenida en

la operación. Además, la alineación de intereses entre el capital riesgo, los gestores de la compañía y el proveedor o proveedores del endeudamiento actúa como mecanismo evasivo de elementos que pongan en riesgo la viabilidad de la operación.

En los últimos años las compras apalancadas han tenido un gran desarrollo y han protagonizado, en términos de volumen, la mayor parte de las inversiones del capital riesgo. Como aparece reflejado en el gráfico 4, según datos de ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión) en 2017 las compras apalancadas registraron en España un crecimiento del 43% respecto a 2016, superando los 3.000 millones de euros de inversión, lo que representa un 63% de la inversión total registrada en el año. A nivel global, los datos facilitados por la Asociación de Capital Riesgo y Venture Capital Europea (Invest Europe) señalan que, de los 50.400 millones de euros levantados en la primera mitad de 2017, 38.200 millones fueron destinados al segmento de compras apalancadas. Así mismo, de los 29.600 millones de euros invertidos en el mismo periodo, 22.000 millones de euros se destinaron a este tipo de transacciones.

¿A qué factores obedece este desarrollo? Si bien en términos generales, la positiva evolución de la actividad del capital riesgo estaría ligada con las buenas perspectivas del ciclo económico, el desarrollo específico de este segmento de



inversión se ha visto favorecido por un renovado interés tanto por parte de las entidades bancarias como por parte de fondos de deuda.

Así mismo, el acceso a mayores niveles de financiación con un bajo coste, y en un contexto de elevada liquidez, estaría permitiendo elevar la capacidad de apalancamiento tanto de las entidades de capital riesgo como de inversor industrial (no financiero) en procesos de adquisición de compañías.

De este modo, las ratios a las que se estarían llegando a apalancar las compañías se sitúan en la actualidad a niveles de hasta 5x veces sobre EBITDA, cuando normalmente no excedían los 3,5x. Esto favorece la capacidad de financiación y podría estar contribuyendo a presionar al alza los múltiplos de compra y, por tanto, los importes invertidos por transacción.

No obstante, esta mayor capacidad de apalancamiento ha ido asociada, a su vez a unas ratios de capital sobre deuda más conservadoras que en otros periodos de expansión de la actividad del capital riesgo y de un mayor recurso a la combinación de deuda sénior con deuda subordinada.

#### **IV. ENTIDADES BANCARIAS: A LOS DOS LADOS DEL PROCESO**

En España las entidades financieras han tenido tradicionalmente un papel muy relevante en la actividad del capital riesgo, al ser uno de sus principales proveedores de fondos en las etapas de *fundraising* pero también por ser la palanca financiera en los procesos de compras apalancadas.

No obstante, su papel en la actividad del capital riesgo se ha visto fuertemente reducido en el marco de una crisis bancaria internacional y, en el caso específico español, con el proceso de reorganización (transformación de las cajas de ahorros y concentración del sector), saneamiento (como parte de los compromisos del programa de asistencia financiera de 2012) y recapitalización del sector (nueva regulación bancaria).

Así, si bien la banca buscó alternativas de inversión como el capital riesgo en los inicios de la crisis, como vía para compensar en la caída del crédito y de los tipos de interés, conforme la normalidad del crédito se ha ido restableciendo han reducido sus posiciones en este tipo de carteras, ya que se trata de inversiones con alto consumo de capital regulatorio. Adicionalmente, en España mucha de la actividad del sector financiero en entidades de capital riesgo se encontraba ligada a la participación de las cajas de ahorro, cuya desaparición o transformación dejó huérfano al sector de capital riesgo de algunos de sus

inversores tradicionales. Así, según los datos de ASCRI, la aportación de las entidades financieras a los volúmenes totales de *fundraising* habría pasado de representar un 37% de los fondos captados en 2008 a menos del 10% en 2016.

En términos de crédito, por su parte, la crisis financiera se tradujo en un descenso del nuevo crédito al sector privado en España de prácticamente el 50% en 2010 en relación a los niveles de 2007. Si consideramos tan solo el crédito a empresas, este descenso no se ve tan claramente, porque durante estos años el sector realizó un gran volumen de refinanciaciones registradas como nuevo crédito. No obstante, atendiendo a los datos que el Banco Central Europeo (BCE) da para el conjunto de la Unión Europea, de 2008 a 2010 el nuevo crédito a empresas, sin incluir refinanciaciones, se contrajo un 39%. Por lo tanto, al igual que el resto del tejido empresarial, las entidades de capital riesgo no fueron ajenas a la reducción de la disponibilidad de crédito bancario.

No obstante, las medidas extraordinarias de política monetaria llevadas a cabo por las distintas autoridades monetarias destinadas a devolver la confianza y la estabilidad al sistema y a canalizar nuevamente el crédito al sector privado, habrían permitido, especialmente desde 2014, la reactivación del crédito bancario con unos niveles de tipo de interés y condiciones excepcionales.

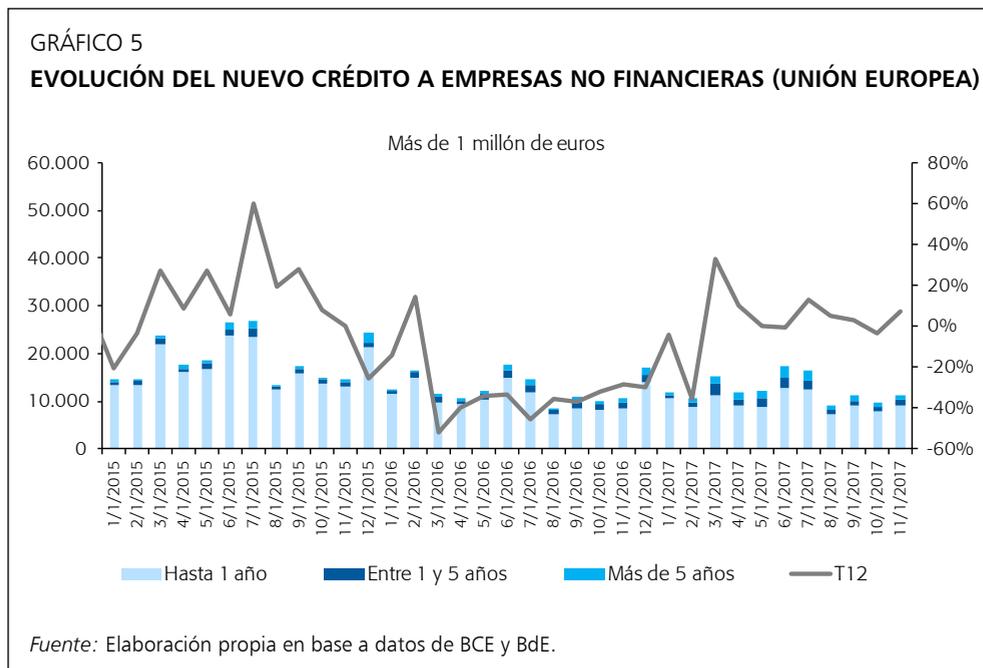
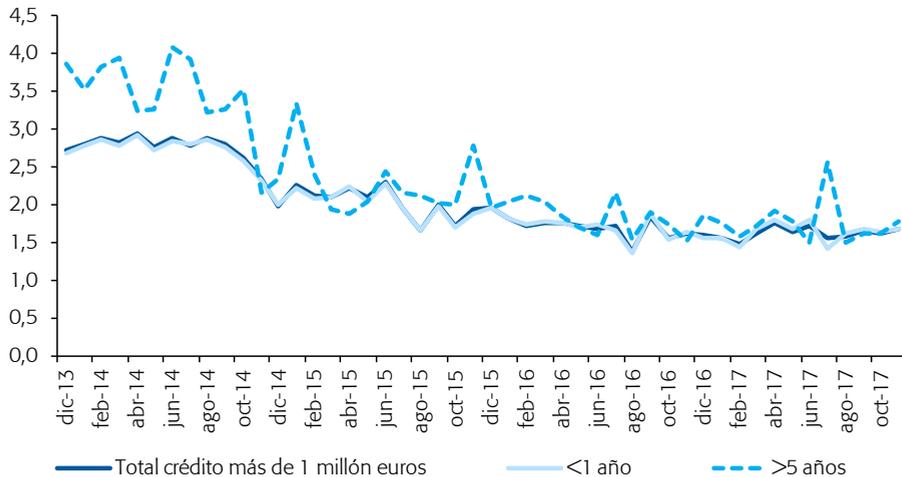


GRÁFICO 6  
TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS (ESPAÑA)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCE y BdE.

Este nuevo entorno de crédito habría contribuido a que la presencia de las entidades bancarias en la financiación de proyectos de capital riesgo se haya disparado en los últimos años, especialmente en los tramos de deuda más protegidos (tramos *senior*) y con la presencia habitual de fondos de deuda privada complementado la estructura de financiación.

## V. EL PAPEL DE LOS FONDOS DE DEUDA PRIVADA

La crisis de 2008 dio lugar a una revisión global de la industria financiera en su conjunto, permitiendo la entrada a nuevos proveedores de financiación en determinados nichos de mercado. De este modo, el papel que las grandes entidades financieras habían tenido en los tramos de deuda de las compras apalancadas comenzó a ser cubierto o complementado por fondos de deuda privada o *direct lending*.

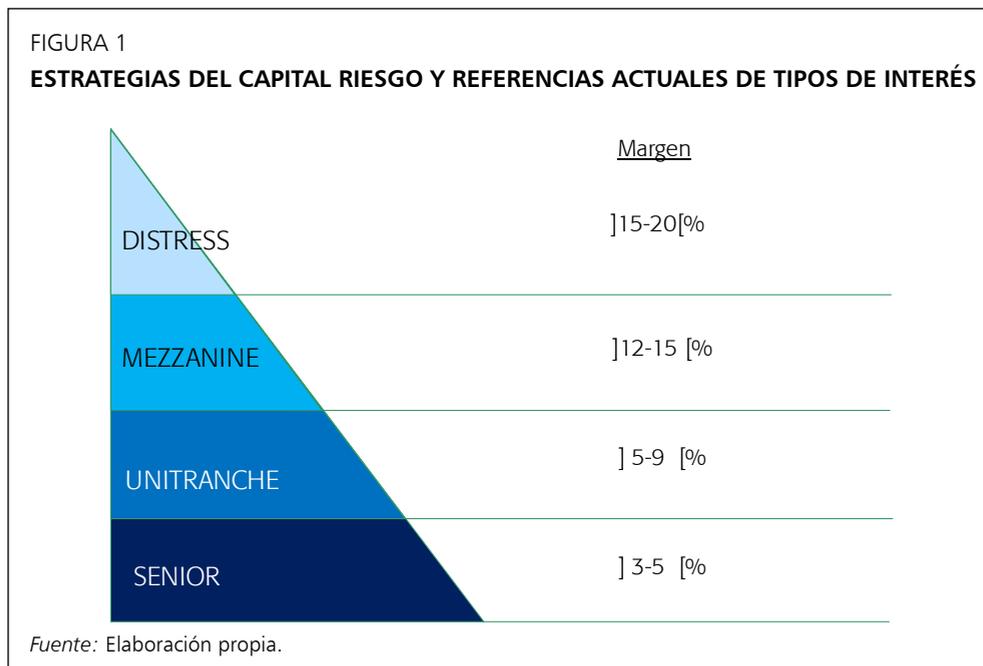
Estos fondos, cuyo modelo de financiación se basa en un esquema muy similar al del capital riesgo, se habrían beneficiado igualmente en los últimos años de un entorno de elevada liquidez y búsqueda de rentabilidad por parte del inversor institucional, más abierto a las inversiones en nuevos tipos de activos, con los que poder generar retornos positivos a sus inversiones y con los que

poder diversificar su cartera de activos de inversión ante el exceso de demanda y la consecuente caída de *yields* en los activos de renta fija.

Los fondos de deuda privada operan bajo diversas estrategias de financiación y se caracterizan por su flexibilidad a la hora de fijar estructuras de pago y amortización, operando con plazos de financiación habitualmente más elevados que los tradicionales en banca (son frecuentes las financiaciones a cinco y siete años), y siendo habitual el uso de tramos *bullet*, en los que la amortización de la deuda se produce a su vencimiento, así como la capitalización a vencimiento de los intereses (*payment in kind* o *PIK*).

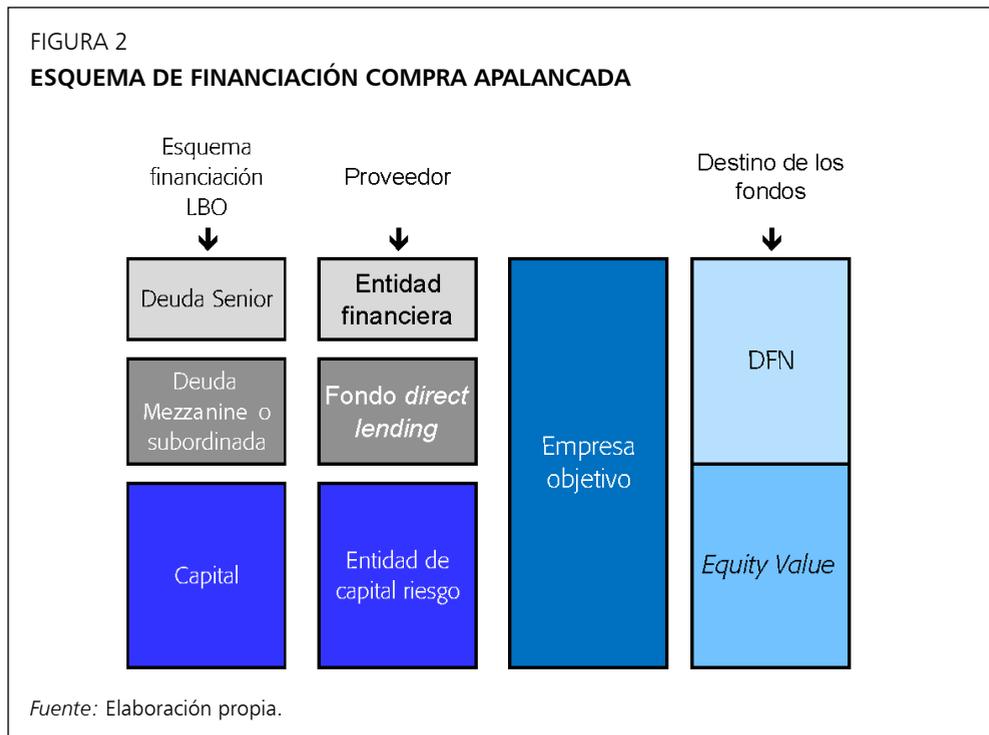
El coste de los fondos de deuda privada suele situarse por encima del de la financiación bancaria, especialmente en Europa, donde estos fondos tienen menos desarrollo que en EE.UU. y la banca tiene un peso dominante en la financiación a empresas. Aunque pueden llegar a ser competitivos en tramos de deuda sénior a empresas de capitalización media, no es aquí donde los fondos de deuda se suelen situar, sino que son más activos en ofrecer soluciones en las que las entidades financieras no suelen operar.

De este modo, la mayoría de los fondos centran su estrategia en estructuras *unitranche* y *mezzanine*, siendo ambas modalidades de financiación típicas.



camente empleadas en las operaciones de compras apalancadas. La deuda *unitranche* consiste en una financiación híbrida que combina deuda sénior con deuda subordinada en una única financiación, con un tipo de interés que se sitúa en un término medio entre ambos tipos de deuda. Por su parte, la financiación *mezzanine* comparte elementos propios del capital y la deuda, se encuentra subordinada a la deuda sénior de la compañía y su coste es superior al de esta, aunque inferior al del capital. Muchas veces la financiación *mezzanine* incorpora como elemento de remuneración una participación en los beneficios, ya sea a través de participar en el capital de la empresa o en la forma de un porcentaje sobre alguna métrica de resultados de la compañía (como ventas o EBITDA).

Así mismo, la financiación *mezzanine* puede ejecutarse tanto de forma "esponsorizada" (*sponsored mezzanine*) que implica la intervención de un capital riesgo, que es el "sponsor" de la operación (fórmula más habitual) o de forma no "esponsorizada" (*sponsorless mezzanine*) en la que no interviene la figura de un fondo para la adquisición de la compañía y se otorga financiación de manera directa, por ejemplo, a un comprador industrial.



Según datos de Preqin, en torno a un 80% de las transacciones de deuda privada monitorizadas en 2017 se correspondieron con operaciones de capital riesgo patrocinado, lo que evidencia una correlación elevada entre las transacciones de deuda privada y las compras apalancadas. El restante 20% de las transacciones estaría relacionado con transacciones no patrocinadas en las que no habrían intervenido fondos de capital riesgo.

En 2017 los fondos de deuda privada han mostrado un gran dinamismo, actuando tanto de manera complementaria como de manera sustitutiva de la financiación bancaria. La deuda levantada entre inversores por fondos de *direct lending* alcanzó este año los 107.000 millones de dólares (97.000 millones de dólares en 2016) en un entorno de sentimiento positivo por parte de los inversores.

La estrategia de los fondos de deuda se basa, principalmente, en ofrecer flexibilidad, mayor velocidad de ejecución y la capacidad de poder financiar todo tipo de estructuras, mientras que la oferta bancaria destacaría, especialmente, por su menor coste y se situaría, habitualmente en los tramos más sénior.

En términos generales, el *direct lending* estaría permitiendo a las entidades de capital riesgo optimizar el apalancamiento, ofreciendo soluciones más flexibles e incluso llegando a garantizar la financiación en procesos competi-

FIGURA 3

**IMPACTO DE BASELEA III EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA**

<p>Ratio de capital (Tier 1)</p>	<p><i>Fully loaded</i> en 2019 Mayores niveles de capital y menores activos ponderados por riesgo <b>Impacto:</b> → Menor oferta de préstamos con mayores niveles de riesgos → Mayores costes de financiación</p>
<p>Ratio de liquidez (LCR)</p>	<p><i>Fully loaded</i> en 2019 Obliga a demostrar niveles suficientes de liquidez a corto y a largo plazo <b>Impacto:</b> → Menor atractivo de la financiación a largo plazo → Mayores costes de financiación asociados a la financiación a plazo</p>
<p>Ratio de financiación estable estable (NSFR)</p>	<p><i>Fully loaded</i> en 2019 Garantizar fuentes de financiación estables a largo plazo para los proyectos <b>Impacto:</b> → Ponderación 100% préstamos a más de un año (vs 50% préstamos a menos de un año) → Descenso en los plazos de financiación de proyectos</p>

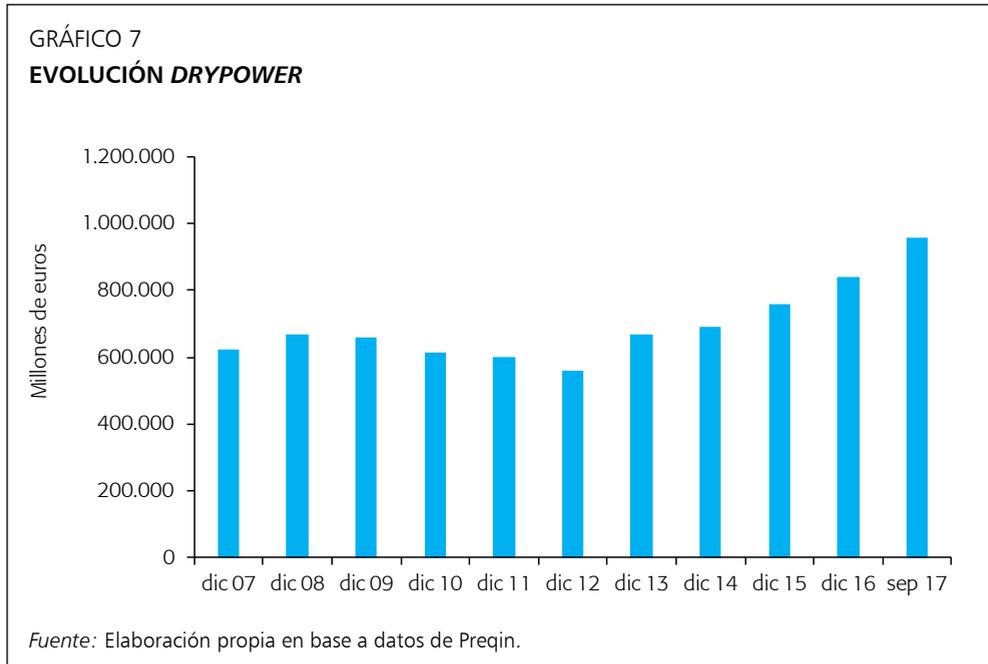
Fuente: Elaboración propia.

vos. En el futuro cabría esperar que el protagonismo de la deuda privada en la financiación de transacciones continúe creciendo, especialmente conforme las entidades bancarias normalicen su oferta de crédito y la nueva regulación financiera en materia de capital sea complemente efectiva.

De este modo, uno de los rasgos principales de los cambios que supone para la actividad bancaria internacional las recomendaciones de Basilea III, en su mayoría acogidas por las respectivas regulaciones nacionales, es la consecución de unos balances más robustos para las entidades de crédito y, por lo tanto, la exigencia de mayores niveles de capital para mayores niveles de riesgo. Esto se traducirá, en la práctica, por una mayor presencia de las entidades en riesgos minoristas y en exposiciones pequeñas y un acercamiento más selectivo a la financiación a largo plazo y grandes volúmenes de financiación.

## VI. RETOS DE LA FINANCIACIÓN DEL CAPITAL RIESGO

Tal y como se ha comentado, la actividad del capital riesgo se enmarca a día de hoy en un escenario excepcional tanto en términos de captación de inversión, lo que se ha traducido en unos niveles récord de *fundraising*, como en términos de crédito disponible en importe y condiciones nunca vistas con anterioridad.



---

Todo ello habría contribuido a dinamizar la actividad del capital riesgo que, no obstante, se enfrenta con mayor intensidad que nunca a la dificultad de encontrar destinos rentables para sus inversiones, en un contexto de elevada competencia entre entidades de capital riesgo y también entre inversores industriales. Esta problemática se observaría en los niveles de *dry powder* (fondos disponibles para la inversión), que tal y como se puede observar en el gráfico a continuación, no han dejado de crecer hasta alcanzar en la actualidad niveles máximos.

Este hecho, unido a la presión al alza de los múltiplos de entrada en compañías obligará a las entidades de capital riesgo a optimizar las estrategias de mejora de gestión en las compañías y de crecimiento de sus resultados y la innovación en el uso de estructuras de financiación que permita generar el máximo rendimiento a sus inversiones sin incurrir en riesgos ligados a unos niveles de apalancamiento excesivos.

## **BIBLIOGRAFÍA**

ASCRI (2018), *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity 2017*, obtenido en [ascrri.org](http://ascrri.org)

BERNSTEIN, S.; LERNER, J., y F. MEZZANOTTI (2017), *Private Equity and Financial Fragility during the Crisis*, Harvard Business School.

INVEST EUROPE (2017), *2016 Europe Private Equity Activity*, obtenido en [investeurope.eu](http://investeurope.eu)

PEÑA, I., y P. MAÑUECO (2018), *Recent trends in Spain's Private equity Market. Spain's financial sector: current trends and future challenges*, Funcas. SEFO, Vol. 7 Nº 2, Funcas, <http://www.sefofuncas.com/Spains-financial-sector-Current-trends-and-future-challenges/Recent-trends-in-Spains-private-equity-market>

PREQIN (varios años), *Preqin Global Private Debt Report*, obtenido en [preqin.com](http://preqin.com)

— (varios años), *Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*, obtenido en [preqin.com](http://preqin.com)

---

# PROPUESTAS PARA LA MEJORA DEL RÉGIMEN LEGAL Y REGULATORIO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

**Isabel RODRIGUEZ\***

**Bernardo MARTIN\*\***

## I. INTRODUCCIÓN

Una vez finalizado el ejercicio 2017 podemos decir que el sector capital riesgo se encuentra en una fase de expansión en la que la inversión de los fondos de capital riesgo rozó los 5.000 millones de euros, alcanzando un récord histórico en España. Dicho sector representa una herramienta de financiación alternativa importantísima para las pymes, aportando recursos necesarios para fomentar su crecimiento e internacionalización y siendo a la vez un instrumento generador de empleo. Dicha aportación de recursos se complementa asimismo con un fuerte apoyo en el desarrollo de las empresas, aportando experiencia y valor añadido a los equipos directivos mediante el asesoramiento estratégico, credibilidad frente a potenciales inversores y colaborando estrechamente en la profesionalización de los empleados y equipos directivos mediante la aportación del *know how* adquirido en otros sectores empresariales.

Para hacerse una idea de lo que el sector del capital riesgo representa en nuestra economía, podemos analizar los datos publicados por ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), según los cuales durante el periodo transcurrido entre el año 2000 y el 2017 el número de operadores se incrementó en un 263%, habiendo invertido más de 44.000 millones de euros en 7.500 empresas, de las cuales un 92% eran pymes a finales de 2017. No obstante, si analizamos las cifras en términos de PIB, la inversión del sector del capital riesgo en España se sitúa en el 0,34%, lejos de otros países de nuestro entorno como Francia u Holanda, donde dichas cifras superan el 0,5%.

Es por todo lo anterior, que consideramos necesario seguir estimulando la inversión por parte de los grandes operadores financieros e inversores en este sector, apoyando su implantación como un instrumento de inversión alternativa a otros productos financieros como son la renta fija y variable y los instrumentos de ahorro convencionales, principalmente formados por los planes y fondos

---

\* Socia de King&Wood Mallesons.

\*\* Abogado de King&Wood Mallesons.

---

de pensiones, al objeto de perseguir que el sector alcance niveles de presencia similares a otras economías de nuestro entorno y contribuyendo al crecimiento global de nuestro entramado empresarial en términos de ventas y competitividad así como de nuestra economía.

A continuación, describimos una serie de asuntos y propuestas que entendemos relevantes al objeto de incentivar y apoyar el crecimiento del sector del capital riesgo en España.

## **II. ELIMINACIÓN DE LOS LÍMITES CUANTITATIVOS PARA LA COMERCIALIZACIÓN A INVERSORES NO PROFESIONALES**

La comercialización de las participaciones de entidades de capital riesgo (las “ECR”) se encuentra regulada en el título III de la Ley 22/2014 (la “LECR”), que transpone a nuestro ordenamiento jurídico la directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 (la “AIFMD”).

De conformidad con el marco legal vigente en la actualidad, la comercialización de las ECR se encuentra restringida a inversores profesionales o a inversores que, sin ser profesionales, inviertan un mínimo de 100.000 euros y declaren por escrito ser conscientes de los riesgos de su inversión. En relación con lo anterior, es importante destacar que la posibilidad de comercializar las participaciones entre inversores no profesionales (con el límite de 100.000 euros mencionado anteriormente) está limitada por la LECR (art. 72.5) a aquellas ECRs gestionadas por una entidad que cumpla con lo previsto en el capítulo II de la LECR y la AIFMD (*full AIFMD compliant*). Entre otros, estos requisitos incluyen el establecimiento de procedimientos internos específicos para la gestión del riesgo, la liquidez y los conflictos de interés; descripción de la política remunerativa de los empleados y ejecutivos de la entidad y la designación y nombramiento de una entidad depositaria.

El régimen de comercialización actual deriva, en parte, de la aplicación y transposición al ordenamiento jurídico español de la normativa europea que regula los mercados financieros y sus instrumentos, en particular la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, también conocida como MIFID y de la definición de “cliente profesional” establecida por la misma, la cual recoge nuestro ordenamiento en el artículo 205 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (la “LMV”).

Dicha definición utiliza un esquema excluyente, conforme al cual toda persona no incluida dentro de los supuestos establecidos para ser considerado como

“cliente profesional” debe clasificarse como “cliente minorista” (art. 204 de la LMV). No obstante, la norma comienza estableciendo que tendrán la consideración de “clientes profesionales” aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos. De dicha redacción, parece entenderse que el criterio de clasificación debe basarse en el análisis de las aptitudes particulares de dicha persona. No obstante, la norma incluye a continuación el listado de las personas que deben considerarse “cliente profesional”. En dicha lista se incluye, entre otras, a las entidades financieras, de crédito, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales, así como empresarios que individualmente reúnan unos determinados requisitos, los cuales se focalizan únicamente en sus recursos patrimoniales (balance de al menos a 20 millones de euros, volumen de negocio de al menos a 40 millones de euros o fondos propios de al menos 2 millones de euros).

Adicionalmente, la norma prevé que los inversores que no se encuentren dentro de esa lista, puedan renunciar a ser tratados como “clientes minoristas” siempre que cumplan al menos dos de los siguientes requisitos: (i) que hayan realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; (ii) que el valor del efectivo y de los valores depositados sea superior a 500.000 euros, o (iii) que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

Todo lo anterior hace que, en la práctica, sea muy difícil captar inversores que no estén incluidos dentro de la lista de “cliente profesional” y que la única opción para comercializar las ECR a dichos inversores no profesionales sea a través de un compromiso de inversión de, al menos, 500.000 euros (siempre y cuando cumpla con otro de los restantes requisitos) o que vaya a invertir en una ECR gestionada por una entidad de las denominadas de Capítulo II (*full AIFMD compliant*) e invierta un mínimo de 100.000 euros. En ambos casos las restricciones aplican un criterio cuantitativo, obligándoles a invertir un importe mínimo que en ninguno de los casos es inferior a 100.000 euros, olvidando los requisitos de poseer la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos tal y como se detalla en la norma a la hora de establecer la definición inicial de “cliente profesional”, en su artículo 204.

Asimismo, el régimen de comercialización actual restringe la posibilidad de que las sociedades gestoras que no están obligadas a cumplir con el Capítulo II (las denominadas como entidades *sub-threshold*), puedan comercializar las participaciones de sus ECR entre inversores que no sean “clientes profesionales”

---

conforme a lo descrito anteriormente, dejándolas en clara desventaja frente a sus competidores de otras jurisdicciones europeas en las que está regulada la comercialización por parte de entidades *sub-threshold* a inversores que, sin ser “clientes profesionales”, cumplen una serie de requisitos que normalmente están ligados a formalizar un compromiso de inversión por un importe mínimo.

Por todo lo anterior, consideramos que el sector del capital riesgo requiere un sistema propio de clasificación de inversores aptos para las ECR que se centre en el análisis previo de las condiciones específicas de cada inversor en particular y no en el importe de su inversión. Dicho régimen de comercialización mejoraría las condiciones del actual, permitiendo la inversión en las ECR de inversores que actualmente quedan excluidos únicamente por no alcanzar el umbral de inversión mínimo, aún cuando cuentan con la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos.

### III. LOS FONDOS DE DEUDA EN ESPAÑA

Como es sabido, el marco legal español no dispone de un vehículo específico que, de manera económica y eficiente, pueda ser utilizado como fondo de deuda, esto es, como vehículo que permita aglutinar ahorro público para canalizarlo, a través de una gestión profesional, hacia el mercado secundario español de deuda privada. Ello ha hecho que hasta ahora los gestores españoles que quieren entrar en este mercado deban acudir a jurisdicciones extranjeras en busca del vehículo adecuado para llevar a cabo este negocio.

El marco regulatorio español necesita un vehículo para constituir fondos de deuda que le permita competir con los vehículos de su entorno internacional, en particular con las SICAR de Luxemburgo. Para ello, podría utilizarse, con todos los ajustes normativos adecuados, un régimen ya existente como el de las ECR, o, alternatively, crear un vehículo nuevo con una regulación específica que, desde un punto de vista fiscal, bien atribuya rentas, bien tribute de una manera similar a las instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión, SICAV...).

Al objeto de utilizar el régimen de ECR existente es importante destacar que, desde un punto de vista regulatorio, la Ley de ECR flexibilizó la capacidad de estos vehículos a la hora de realizar este tipo de inversiones, y, en particular, en relación con las ECR-Pyme de nueva creación. No obstante, sería esencial establecer en los reglamentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades una excepción a la obligación de retener res-

pecto de los pagos que constituyan ingreso financiero para las ECR, de la misma manera que existe hoy día para los fondos de titulización y, en tramitación, para los fondos de activos bancarios. Esta excepción a sufrir retenciones en los intereses resulta fundamental para que este tipo de vehículos puedan existir, pues de otra manera su sistema automático de distribución de resultados sería del todo inoperativo.

En este sentido, los ingresos financieros obtenidos por las ECR derivados de sus inversiones típicas deberían hallarse exentos de retención, de la misma manera que lo están las plusvalías (parcialmente) y los dividendos que obtienen las ECR. Para evitar la desimposición de estas rentas en España (que, a diferencia de dividendos y plusvalías, son deducibles en sede del pagador), podría establecerse un sistema de tributación total (con las retenciones generales que correspondan) de las personas físicas y jurídicas residentes fiscalmente en España que percibiesen rentas de la ECR que hayan constituido ingresos financieros (intereses) exentos para la entidad, sin posibilidad de deducción ninguna para mitigar la doble imposición, tal y como les sucede a los inversores en instituciones de inversión colectiva. Respecto de los inversores extranjeros, se les trataría fiscalmente bajo normas generales conforme a su residencia fiscal.

Como alternativa, podría proponerse la creación de un vehículo específico como fondo de deuda, que requeriría la aprobación de un régimen regulatorio similar al de los fondos de titulización o de activos bancarios. Desde el punto de vista fiscal, la primera decisión a tomar sería la de otorgar personalidad fiscal o no al fondo de deuda. En otras palabras, la de considerarlo un vehículo en atribución de rentas y por tanto no sujeto pasivo del impuesto de sociedades en España, de manera que sean los inversores los que tributen conforme a su naturaleza y residencia respecto de las rentas que obtengan, o bien la de considerarlo sujeto al impuesto de sociedades a un tipo reducido, con plena personalidad fiscal. No obstante, ambas alternativas requerirán que el fondo de deuda no sufriera retenciones por los intereses que obtuviese de los préstamos en los que invierta, de manera que su sistema de reparto inmediato a los inversores pueda ser eficiente y equivalente al de los vehículos de deuda disponibles en otras jurisdicciones.

#### **IV. MEJORAS E INCENTIVOS FISCALES**

El régimen regulatorio de las ECR debe ir acompañado de un régimen fiscal eficiente que incentive la inversión y logre la dinamización económica para lo que estas entidades fueron diseñadas, pensando en ser una fuente alternativa de financiación para las medianas y pequeñas empresas, que aporte capital al tejido industrial y genere empleo en nuestro país. Para lograr esto, es necesario

---

que tanto la inversión y distribuciones a los inversores, como las rentas generadas de la venta de inversiones subyacentes de las ECR, así como las remuneraciones e incentivos de los gestores y equipos de inversión por el éxito en la gestión de la cartera (el *carried interest*), reciban un tratamiento fiscal acorde al espíritu y finalidad para la que fueron creadas dichas entidades.

A continuación, se describen dos medidas que ayudarían a mejorar el régimen fiscal vigente en la actualidad. Ambas ayudarían a impedir la deslocalización de algunas entidades hacia otras jurisdicciones que no tienen estas deficiencias fiscales, las cuales no responden a ninguna razón objetiva ni persiguen un fin determinado más allá del recaudatorio.

La primera de estas medidas estaría relacionada con la tributación del impuesto de sociedades a nivel de las ECR, en concreto incluiría la modificación del Real Decreto Ley 2/2016 de 30 de septiembre, por el que se introducen medidas tributarias dirigidas a la reducción del déficit público, en vigor desde el pasado 1 de octubre de 2016. El artículo único de esta norma modificó la disposición adicional decimocuarta del impuesto de sociedades (“Modificaciones en el Régimen Legal de los Pagos Fraccionados”), estableciendo que las ECR, con una cifra de negocio superior a los 10 millones de euros, deberán realizar un pago a cuenta mínimo equivalente al 23% de su resultado positivo. En este sentido, es importante tener en cuenta que las ECR gozan de un régimen tributario especial, caracterizado por la posibilidad de aplicarse una exención del 99% respecto de las rentas que provengan de las inversiones incluidas dentro de los coeficientes de inversión obligatoria. No parece por tanto coherente que el legislador obligue a las ECR a realizar un pago a cuenta de un impuesto del que están prácticamente exentas, siendo aún más difícil explicar esta regulación fiscal a los inversores extranjeros de estas entidades. En muchos casos, las ECR se vieron obligadas a solicitar desembolsos a sus inversores, o incluso pedir financiación bancaria para cumplir con esta obligación fiscal, dado que la mayoría de las ECR distribuyen sus ingresos a sus inversores inmediatamente tras recibirlos, al objeto de gestionar la liquidez de la forma más eficiente posible. Este tipo de medidas, lejos de incentivar el mercado del capital riesgo en España, genera inseguridad entre los inversores, los cuales prefieren invertir su dinero en jurisdicciones que garanticen un mejor tratamiento fiscal de sus inversiones.

Otro aspecto que resulta esencial para la atracción de gestoras de capital riesgo y la constitución de vehículos de inversión en una jurisdicción es el régimen fiscal de la inversión realizada por las personas que participan en la gestión. Así, nuestra Ley del Impuesto sobre Sociedades ha establecido un régimen razonable de tributación para las ECR. Sin embargo, nuestro ordenamiento no ha prestado especial atención al régimen fiscal de la inversión especial exigida

a los gestores por los inversores en este tipo de fondos, que supone en caso de éxito una distribución no proporcional a la inversión de los rendimientos obtenidos por el fondo (el *carried interest*).

Como segunda medida, sería muy importante que se aprobara una normativa específica para el tratamiento fiscal del *carried interest* similar a la desarrollada en algunos de los países de nuestro entorno, tales como Francia, Alemania, Reino Unido o Italia. La tendencia general de estas regulaciones es calificar las rentas generadas por el *carried interest* como una renta de capital y no de trabajo, sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones que normalmente implican un importe de inversión mínimo y que sea pagadero únicamente una vez los inversores hayan recibido como mínimo el importe de las cantidades invertidas.

## V. INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN CAPITAL RIESGO

En Europa, los fondos y planes de pensiones representan más del 35% de los activos gestionados por las firmas de capital riesgo. En Estados Unidos, ese porcentaje es todavía superior a la media europea, llegando al 50% incluyendo fondos de pensiones públicos y privados. Sin embargo, de acuerdo con los datos de ASCRI, la asociación que agrupa a la mayoría de las firmas de capital riesgo que operan en España, en nuestro país la inversión de los fondos de pensiones representa menos del 1% de los fondos gestionados por las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo. Incluso en áreas geográficas menos maduras como Latinoamérica, las cifras de inversión superan a las de nuestro país, representando un 38,9% en Colombia y un 37% en Méjico, según datos de ColCapital y AmexCap respectivamente. Estas cifras sorprenden más aún si tenemos en cuenta que los fondos de pensiones registraron un crecimiento significativo en el último año, alcanzando la cifra de 111.076 millones de euros bajo gestión a finales de 2017, lo que representa un incremento del 3,96% respecto al ejercicio 2016<sup>1</sup>.

Desde hace décadas los representantes del sector del capital riesgo han solicitado a los diferentes gobiernos incentivar, mediante las correspondientes reformas legislativas, la inversión de fondos de pensiones en las ECR. Dicha demanda, no solo ha sido desentendida, sino que cada una de las reformas a la normativa de desarrollo de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones ha empeorado la situación. En concreto, la publicación en el BOE el pasado 10 de febrero, del Real Decreto 62/2018, por el que se modifica el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las

<sup>1</sup> Fuente: Inverco. Dato a fecha de diciembre de 2017.

---

empresas con los trabajadores y beneficiarios (el “Reglamento de Fondos de Pensiones”), ha establecido, entre otras medidas, una reducción de la comisión de gestión aplicable a sus partícipes, así como un derecho de reembolso que permite a los partícipes retirar a partir de 2025 las aportaciones con una antigüedad de, al menos, diez años.

En relación la reducción de los límites a las comisiones de gestión introducidas por la modificación del Reglamento de Fondos de Pensiones, cabe destacar que históricamente uno de los principales obstáculos que ha frenado la inversión de los fondos de pensiones en las ECR, es, sin lugar a dudas, la limitación a las “comisiones en cascada” establecida por el artículo 84.3 del Reglamento de Fondos de Pensiones, mediante la cual se establece que cuando un fondo de pensiones invierta en una ECR, el límite a las comisiones de gestión operará conjuntamente sobre las comisiones acumuladas a percibir por las gestoras de dichas ECR.

Como consecuencia de dichas medidas y restricciones, muchas gestoras de fondos y planes de pensiones se centran en inversiones con mayor liquidez y con comisiones de gestión más bajas pero con menor rentabilidad. En la práctica, esta limitación hace que los gestores de fondos de pensiones dirijan sus inversiones hacia otros sectores distintos al capital riesgo, o bien que inviertan únicamente en aquellas ECR que aplican a sus inversores bajas comisiones, lo que normalmente excluye a las ECR gestionadas por las mejores gestoras y con mayores retornos.

Alguna de las medidas a adoptar con el objetivo de incentivar la inversión de los fondos de pensiones en el sector del capital riesgo, podrían centrarse en:

- limitar las “ventanas de liquidez”, estableciendo un importe máximo anual que limite las cantidades que los partícipes de los fondos de pensiones pueden rescatar a partir del décimo año (*i.e.*, 15.000 euros por año), de forma que las obligaciones de liquidez que las gestoras deban atender sean menores y puedan ampliar su ratio de inversión en productos sin liquidez, como las ECR; y
- flexibilizar la restricción a las “comisiones en cascada”, mediante la aprobación de una modificación al artículo 84.3 del Reglamento de Fondos de Pensiones que aumente el límite máximo de la comisión de gestión aplicable por aquellos fondos de pensiones que inviertan en ECR.

Es cierto que los planes y fondos de pensiones forman parte un sector sensible como son las pensiones, cuya característica esencial es facilitar el ahorro

a largo plazo de sus partícipes mediante inversiones sostenidas a lo largo del tiempo, pero el capital riesgo constituye una fuente alternativa de financiación, que aporta capital y recursos al tejido industrial y genera empleo en nuestro país, incentivando la economía real. Es por ello que las ECR constituyen una herramienta perfecta para cubrir las necesidades de financiación de las pymes a medio y largo plazo. Por todo lo anterior, consideramos que merece la pena que el legislador realice un esfuerzo con el objetivo de conciliar medidas que incentiven la inversión de los fondos de pensiones en las ECR y que a la vez protejan los intereses de sus partícipes, de forma que los fondos de pensiones tengan acceso a un mercado que históricamente ha ofrecido mejores rentabilidades que otros activos como la renta fija o los mercados cotizados.

## **VI. CONCLUSIONES**

Para finalizar, y en relación con la evolución a corto y medio plazo del sector del capital riesgo, es importante destacar que uno de los principales objetivos del sector debe centrarse en conseguir captar la atención de los grandes inversores institucionales a nivel local, con el objetivo de alcanzar unas ratios de participación superiores a los actuales, que estén en línea con las economías de nuestro entorno, siendo para ello fundamental contar con un marco legal y fiscal estable que incentive la inversión de dichos operadores en condiciones similares a las establecidas para otros productos de inversión y ahorro que centran actualmente el ámbito de inversión de dichos inversores, como son la renta fija y variable.

Como ya hemos dicho, la inversión en el sector del capital riesgo impulsa el crecimiento de las empresas, generando la creación de empleo y mejorando la economía real, a través de vías de financiación alternativas que ayudan a mejorar la rentabilidad, productividad y competitividad de nuestras empresas. Es por todo ello que consideramos que la mejora y promoción del sector del capital riesgo debe ser considerada como un objetivo estratégico para impulsar el crecimiento y mejorar de la economía española.



---

# EL DEPOSITARIO Y EL CAPITAL PRIVADO. IMPLICACIONES NORMATIVAS Y OPERATIVAS

José Carlos SÁNCHEZ-VIZCAÍNO\*

## I. INTRODUCCIÓN

Los cambios de mayor relevancia experimentados en el capital privado, en la última década, desde un punto de vista normativo, vienen derivados principalmente de la Directiva europea de gestores de fondos de inversión alternativos (Dir. 2011/61/UE, conocida por sus siglas en inglés como AIFMD), de su reglamento delegado de aplicación directa en España (Reg. (UE) 231/2013), y de la transposición de la primera al ordenamiento español en la Ley 22/2014. A estas normas de gran calado para la Industria, añadiríamos la no tan conocida Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por 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, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Todas estas normas, tienen un *objetivo principal que es el de armonizar las reglas del juego de la inversión colectiva, y con ello aumentar la protección del partícipe, cuando este es un inversor final, y la transparencia del sector*. Una de las vías para incrementar la protección del partícipe es la introducción de la figura del depositario, con las funciones que hasta la fecha venían ya desempeñando estas entidades en el ámbito de los fondos de inversión y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) o en el ámbito de los fondos de pensiones, y desde 1 de julio de 2018 también en las entidades de previsión social voluntaria (EPSV).

Como consecuencia de la nueva normativa y de la aplicación del depositario al capital privado, los depositarios nos hemos visto obligados, a hacer un esfuerzo para adaptar nuestros procesos de supervisión, y nuestra intervención en la operativa, a las particularidades de los fondos y sociedades de capital riesgo. Por este motivo, hemos colaborado con las gestoras y entidades de capital riesgo (ECR) autogestionadas (en adelante nos referiremos a ambas como "gestora"), para *facilitar al máximo la transición al nuevo marco norma-*

---

\* Director de la Depositaria de Fondos de Cecabank.

---

*tivo, aportando valor y buscando siempre el equilibrio entre la protección del inversor, el cumplimiento de las funciones encomendadas a cada interviniente, la salvaguarda de las responsabilidades de las entidades, y la eficiencia operativa de todos los participantes.*

## **II. ¿QUÉ TIPO DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EN EL ÁMBITO DEL CAPITAL PRIVADO SON SUSCEPTIBLES DE CONTAR CON UN DEPOSITARIO? ¿POR QUÉ NECESITAN UN DEPOSITARIO LAS ECR?**

Desde la perspectiva regulatoria, la Ley 22/2014 define el capital privado (denominado capital-riesgo en la norma) como aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores. El capital riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea donde el capital semilla es crucial, las primeras fases de arranque de la actividad productiva, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma. El capital riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando *venture capital*, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como *private equity*, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital riesgo a préstamos para poder financiarlas.

La intervención de las entidades de capital-riesgo supone no solo la ventaja de la financiación obtenida por las empresas, sino que, a través de la participación de profesionales cualificados en la gestión de estas entidades que aportan su conocimiento y experiencia, contribuye a importantes mejoras en la eficiencia en la gestión de las empresas financiadas y la difusión de conocimientos.

En concreto, a la hora de catalogar o precisar el tipo de vehículos dentro del alcance de esta normativa, se entiende 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

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 el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). No obstante lo anterior, también podrán extender su objeto principal a:

- La inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio.
- La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.
- La inversión en otras ECR conforme a lo previsto en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

En este contexto, los factores comunes en este tipo de entidades son:

- Que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y
- que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.

Asimismo, la regulación también contiene la definición, descripción y categorización de los principales participantes en el capital privado, dentro del alcance de la normativa:

- SGEIC, sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado, son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administra-

---

ción y gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación. El capital social mínimo inicial será de 300.506,05 de euros, íntegramente desembolsado. Las acciones representativas del capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

- ▶ FCR, fondos de capital-riesgo 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 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre y corresponde a la sociedad gestora su realización. El patrimonio comprometido mínimo de los FCR, en el momento de su constitución, será de 1.650.000 de euros.
- ▶ SCR, sociedades de capital riesgo, son entidades de capital riesgo que revisten la forma de sociedades anónimas. El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 de euros (900.000 de euros en el caso de las ECR-PYME), debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50% y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad.
- ▶ ECR-PYME, estas entidades pueden invertir un 70% de su patrimonio en participaciones de pymes, participando en su gestión y haciendo labores de asesoramiento. Este tipo de entidades gozarán de un régimen financiero más flexible, pudiendo hacer un mayor uso tanto de préstamos participativos, como de deuda para proveer de financiación a estas pymes. Su regulación pretende impulsar el sector de capital riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas, que ha tenido un crecimiento menor y ofrecer a este tipo de empresas una alternativa eficaz a la financiación bancaria.

La normativa también hace referencia a otro tipo de vehículos considerados como entidades de inversión de tipo cerrado como son los fondos de capital riesgo europeos (EuVECA - FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeo (EuSEF – FESE).

- EuVECA-FCRE, fondos de capital riesgo europeos, en relación con su comercialización en la Unión Europea se les aplicarán las normas conte-

nidas en el Reglamento 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

- EuSEF-FESE fondos de emprendimiento social europeos, en relación con su comercialización en la Unión Europea se les aplicarán las normas contenidas en el Reglamento (UE) 346/2013, de 17 de abril de 2013, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

A lo largo del presente artículo, nos centraremos en las particularidades del capital privado instrumentado mediante las denominadas como entidades de capital riesgo (ECR), ya sea en su modalidad de fondo (FCR) o sociedad (SCR). Este tipo de vehículo, bajo determinadas premisas en base a la normativa en vigor, contará con una entidad depositaria.

Tras la entrada en vigor de la Ley 22/2014, el 14 de febrero de 2015 expiró el plazo de tres meses del que dispusieron las sociedades gestoras para enviar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una primera declaración en la que manifestaran haberse adaptado a las exigencias de dicha norma. Entre estas exigencias, además de las contempladas en el capítulo II de Condiciones de Ejercicio de la Actividad, se encontraba la de designar a una entidad depositaria, en aquellos casos en que se cumpliesen determinados supuestos.

En este sentido, la Ley 22/2014, establece en su artículo 50, la obligación de las sociedades gestoras de designar un depositario para las ECR que gestionen, siempre que sus activos bajo gestión superen los umbrales establecidos en el artículo 72.1 o cuando actúen de conformidad con el artículo 72.5 o 72.6:

- Umbrales establecidos en el artículo 72.1:
  - 100 millones de euros, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, o
  - 500 millones de euros, cuando las entidades de inversión que gestionan no estén apalancadas y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de cinco años después de la fecha de inversión inicial.
- Las SGEIC que, según lo indicado en el artículo 72.5, comercialicen ECR a inversores que no sean profesionales (de conformidad con lo previsto en el artículo 75.2).

- 
- Las SGEIC cuyos activos bajo gestión sean inferiores a los umbrales anteriores, según lo indicado en el artículo 72.6, podrán someterse voluntariamente, comunicándoselo al efecto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso podrán beneficiarse de los derechos para gestionar y comercializar entidades de inversión de forma transfronteriza previstos en los artículos 80 y 81. De esta forma se recogió en el ordenamiento español lo estipulado a estos efectos en el Reglamento de ejecución (UE) 477/2013.

Por otra parte, es oportuno reseñar que este Reglamento de ejecución (UE) 477/2013, en su considerando 5º, también establece que todo GFIA (gestor de fondos de inversión alternativa, denominación equivalente a la SGEIC en la Ley 22/2014) autorizado en virtud de la Directiva 2011/61/UE cuyo volumen de activos gestionados descienda posteriormente por debajo de los umbrales establecidos en el artículo 3, apartado 2, de dicha Directiva sigue estando autorizado y sujeto a la aplicación de la Directiva en su integridad, en tanto la autorización no se haya revocado. El descenso por debajo del pertinente umbral de los activos gestionados por un GFIA autorizado no debe originar automáticamente la revocación de la autorización, sino que esta debe tener lugar únicamente si el GFIA lo solicita. Por tanto, las ECR gestionadas que tuvieran depositario tampoco se verían desprovistas del mismo.

No obstante, la Ley 22/2014 incorporó en su disposición adicional tercera supuestos, en sus apartados 5 y 6, bajo los cuales las SGEIC podrían quedar exentas del cumplimiento de la norma:

- Apdo. “5. Las sociedades gestoras que gestionen ECR antes de la entrada en vigor de esta Ley y que no efectúen nuevas inversiones después de la entrada en vigor de esta Ley, podrán seguir gestionando tales ECR sin necesidad de adaptarse a las exigencias de esta Ley, para lo que habrán de presentar declaración al efecto”.
- Apdo. “6. Las sociedades gestoras, en la medida en que gestionen ECR cuyo plazo de suscripción para inversores haya expirado antes de la entrada en vigor de esta Ley y estén constituidos por un plazo que expire como muy tarde el 22 de julio de 2016, podrán continuar gestionando tales ECR sin necesidad de cumplir con lo dispuesto en esta Ley”.

Pero volviendo a los requisitos que hacen necesaria la participación del depositario, resulta de especial interés el de la comercialización de las ECR a clientes no profesionales. En este sentido, la Ley 22/2014, en su artículo 75.2, establece las condiciones que deben reunir para ello:

- “a) Que tales inversores se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros, y”
- “b) que tales inversores declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.”

### **III. IMPLICACIONES NORMATIVAS Y OPERATIVAS. LAS FUNCIONES DEL DEPOSITARIO**

#### **1. Las funciones del depositario**

El depositario de una ECR, tal y como menciona el artículo 50 de la Ley 22/2014, está sometido al régimen jurídico y de responsabilidad previsto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y su normativa de desarrollo, siéndole consecuentemente de aplicación la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por 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, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

En todo caso, a los depositarios de ECR, además de las funciones y obligaciones propias de un depositario de IICs les corresponderá,

- En relación con las funciones de “depósito, administración de activos y control de efectivo” tener en consideración las especificidades relativas a los plazos para la conciliación de los activos custodiados –norma novena de la Circular 4/2016– y
- Respecto de la función de vigilancia y supervisión, las previstas en la norma duodécima de la Circular 4/2016, entre las que destacan:
  - Respecto a las suscripciones y reembolsos, asegurar que la gestora tiene procedimientos adecuados, poniendo especial atención a las previsiones establecidas en los documentos de constitución de las entidades respecto a las llamadas de capital.

- 
- Respecto a la vigilancia y supervisión del cálculo del valor liquidativo, las obligaciones serán las siguientes:
    - Articular un sistema de control que le permita verificar que los procedimientos de valoración de la gestora, son apropiados y suficientes y cumplen con lo estipulado en su correspondiente documento de constitución.
    - Verificar que los procedimientos están efectivamente implantados y son revisados periódicamente (al menos con carácter anual) por la entidad.
    - Verificar la valoración del patrimonio y posterior cálculo del valor liquidativo de las participaciones de la entidad, realizado por la gestora, a efectos de determinar la razonabilidad de la valoración.
  - Respecto a la comprobación del cumplimiento de coeficientes, criterios y límites que establezca la normativa y los documentos de constitución de las entidades, verificar, anualmente, que las operaciones realizadas sobre activos por la entidad cumplen con el régimen de inversión legalmente definido, que los activos sean coherentes con las estrategias de inversión, y cerciorarse de que no incumplan las restricciones de inversión que le sean aplicables, en su caso.
  - Respecto a la remisión de un informe periódico sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión y la comunicación de anomalías de especial relevancia, elaborar, anualmente, un informe sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, para cada gestora de cuyas entidades sea depositario. Sin perjuicio del deber de acreditar ante la CNMV el resultado de las labores de supervisión, vigilancia, depósito y custodia, el depositario asimismo deberá informar sin tardanza y por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en sus funciones.

En relación al régimen de responsabilidad del depositario procede realizar una distinción, en base a la tipología de función que dé lugar a la responsabilidad:

- En caso de pérdida de un instrumento financiero custodiado tanto por el propio depositario, como por un tercero al que este haya delegado la función de custodia, el depositario deberá restituir un instrumento financiero de idénticas características, o la cuantía equivalente corres-

pondiente. Solo resultará exento de responsabilidad si demuestra que la pérdida se debe a “un acontecimiento externo que escape a un control razonable, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables pese a todos los esfuerzos razonables por evitarlas”.

- En relación con las obligaciones de medios, es decir, las funciones propias de supervisión, la responsabilidad del depositario se producirá en caso de que no haya cumplido diligentemente con las obligaciones derivadas de las funciones propias del Depositario.

## 2. Implicaciones operativas

Una vez enmarcadas las funciones del depositario, a continuación se abordan las implicaciones operativas, tanto para gestoras como depositarios, derivadas de la irrupción de este nuevo participante en el capital privado. Entre ellas, trajo consigo la inevitable revisión por parte de las gestoras de sus procedimientos operativos, y la consiguiente adecuación de cada uno de los procesos llevados a cabo sin la intervención del depositario, a un nuevo escenario donde la entidad depositaria asume funciones diversas, en el marco de los dos grandes grupos de funciones mencionados con anterioridad:

- (i) Vigilancia y supervisión de las actuaciones de la gestora.
- (ii) Depósito, administración de activos y control del efectivo.

A continuación se concretan los diferentes ámbitos de actividad de la entidad depositaria, junto con la orientación y alcance de la interacción con las gestoras.

### 2.1. Vigilancia y supervisión de las actuaciones de la gestora

#### *Procedimientos*

Dentro de las obligaciones que corresponden al depositario se incluye la verificación de la adecuación de los procedimientos de la gestora. En particular en lo referente a la comercialización y a los procedimientos, criterios y fórmulas utilizados para el cálculo del valor liquidativo.

Esta verificación se debe efectuar una vez al año, siempre que se produzcan modificaciones normativas que afecten a la obligación de llevar a cabo el cálculo del valor liquidativo, o modificaciones en la política de inversión de la ECR.

---

## *Contraste de la valoración de activos*

El depositario debe verificar la valoración del patrimonio y posterior cálculo del valor liquidativo de las participaciones o, en su caso, de las acciones de la entidad, realizado por la gestora, a efectos de determinar la razonabilidad de la valoración. Estas verificaciones se realizan con una periodicidad anual. El depositario, en el procedimiento podrá aplicar los siguientes criterios:

- Las transacciones entre las partes interesadas e independientes que se hayan realizado, en su defecto,
- El valor teórico contable ajustado y corregido por las plusvalías y minusvalías tácitas existentes, o
- Los parámetros utilizados en cualquier otro método y técnica de valoración de general aceptación siempre que resulten adecuados a la naturaleza del activo.

La periodicidad de estas verificaciones será anual.

A efectos de la valoración de los activos, la normativa a la que están sujetas las ECR, la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo, señala lo siguiente:

“...Otro aspecto que merece ser destacado de la presente Circular es la concreción de los métodos de determinación del valor razonable, en especial para los instrumentos de patrimonio no cotizados, que en principio van a constituir las inversiones más características de las entidades de capital-riesgo. En este sentido, hay que tener en cuenta que estos instrumentos en general van a carecer de un mercado activo, sin embargo se considera que a efectos de determinar su valor razonable se deben tener en cuenta las transacciones entre partes interesadas e independientes que se hayan realizado. En defecto de las mismas, se considera como representativo del valor razonable de estas inversiones, salvo mejor evidencia, al valor teórico contable ajustado y corregido por las plusvalías y minusvalías tácitas existentes, a menos que existan otros métodos y técnicas que arrojen valores más representativos.

En el caso particular de las inversiones en capital-inicio o semilla, debido a que las técnicas de valoración mencionadas no van a resultar

adecuadas, dada la idiosincrasia de estas inversiones, para calcular el valor razonable o bien éste no va a poder determinarse con fiabilidad, se hace uso de lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad en relación a valorarlas a su coste...”

En relación con esta función, las entidades depositarias deben tener presente, en aquellos casos en que sea desarrollada internamente, aspectos relacionados con la estructura organizativa, el conocimiento especializado y la experiencia del capital humano, los medios técnicos y el enfoque metodológico. En su defecto, las entidades deben afrontar la contratación de los servicios de valoradores externos.

#### *Supervisión del cálculo del valor liquidativo*

El depositario debe articular un sistema de control que le permita verificar que los procedimientos específicos de valoración con los que cuenta la gestora, son apropiados y suficientes y cumplen con lo estipulado en su correspondiente documento de constitución.

Asimismo, debe asegurarse de la efectiva implantación de estos procedimientos y de su revisión periódica por la entidad. El detalle de este sistema de control y la periodicidad de los controles se recoge en el manual de procedimientos internos. Esta periodicidad será, al menos, anual y tendrá lugar siempre que se produzcan modificaciones normativas que afecten a la obligación de llevar a cabo el cálculo del valor liquidativo o modificaciones en la estrategia de inversión de la entidad que supongan, a su vez, cambios en los procedimientos.

#### *Coeficientes, límites y activos aptos*

Respecto a la comprobación del cumplimiento de coeficientes, criterios y límites que establezca la normativa y los documentos de constitución de las entidades, el depositario verifica, anualmente, que las operaciones realizadas sobre activos por la entidad cumplen con el régimen de inversión definido en el título I de la Ley 22/2014, que los activos sean coherentes con las estrategias de inversión, según se describen en los documentos de constitución de la entidad, y cerciorarse de que no incumplan las restricciones de inversión que le sean aplicables, en su caso. Todo ello sin perjuicio de las comprobaciones y verificaciones de aquellos coeficientes cuyo cumplimiento se exija en el momento de la adquisición. A título enunciativo, las principales limitaciones son:

- (i) Capital/patrimonio comprometido mínimo en momento constitución (SCR: 1,2M / FCR: 1,65M).

- 
- (ii) Coeficiente obligatorio de inversión de las ECR (60%).
  - (iii) Inversión en otras ECR (100%).
  - (iv) Coeficiente de libre disposición (40%).
  - (v) Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones:
    - a. 25% s/ activo computable en misma empresa.
    - b. 35% s/ activo computable en mismo grupo.
  - (vi) Capital/patrimonio comprometido mínimo en momento constitución ECR-PYME (SCR-PYME: 0,9M / FCR-PYME: 1,65M).
  - (vii) Coeficiente obligatorio de inversión de las ECR-PYME (75%).
  - (viii) Coeficiente de libre disposición de las ECR-PYME (25%).
  - (ix) Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones de las ECR-PYME.
    - a. 40% s/ activo computable en misma empresa.
    - b. 40% s/ activo computable en mismo grupo.

#### *Operativa de partícipes*

Respecto a las suscripciones y reembolsos, el depositario debe asegurar que la gestora tiene procedimientos adecuados, poniendo especial atención a las previsiones establecidas en los documentos de constitución de las entidades respecto a las llamadas de capital. Esta comprobación se realiza tanto en el momento inicial, como cada vez que se produzca una modificación.

Por regla general, a estos efectos se consideran los siguientes niveles de intervención y supervisión:

- Instrumentación operativa: los movimientos de efectivo vinculados a las suscripciones y reembolsos se realizan en las cuentas bajo titularidad de la ECR, en el depositario. En el caso de los reembolsos el depositario sigue las instrucciones de la gestora.

- Supervisión: revisión del procedimiento de la gestora al inicio y en caso de modificaciones, con especial atención a las llamadas de capital.

#### *Pago dividendos de las acciones y beneficios de las participaciones*

Respecto a los pagos de dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación, con el fin de hacer efectiva esta obligación, el depositario debe asegurar que los pagos ordenados por la gestora son conformes a lo declarado en el folleto de la ECR y al resto de la normativa aplicable. En el caso de que los auditores hayan expresado algún tipo de opinión o salvedad en los informes anuales de la ECR, el depositario debe asegurarse de recibir información de la gestora y de que esta toma las medidas apropiadas.

#### *Información remitida a la CNMV*

Respecto a la revisión de la información y documentación remitida a la CNMV:

- Los depositarios deben recibir los estados reservados (anuales) de las ECR, al menos quince días antes de que deban remitirse a la CNMV, con el objeto de llevar a cabo las comprobaciones oportunas sobre la conciliación de las posiciones de la ECR.
- En relación con el folleto informativo, el depositario debe contrastar con carácter previo a la remisión de esta información por la sociedad gestora, a la CNMV, la exactitud, calidad y suficiencia de la misma.
- En relación con la información pública periódica, la función de los depositarios sobre el contraste de la exactitud, calidad y suficiencia de dicha información, con carácter previo a la remisión a la CNMV por la gestora, alcanza a la conciliación de la cartera de inversiones y tesorería con la información de los registros internos del depositario. Con carácter *ex post*, el depositario establece un procedimiento muestral del número de ECR sobre los que realiza, con una periodicidad anual, una revisión del contenido de la información pública periódica.

#### *Informe de supervisión anual y anomalías de especial relevancia*

- Respecto a la remisión de un informe periódico sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión y la comunicación de anomalías de especial relevancia, el depositario, con carácter anual antes del último día natural del mes de junio de cada año, elaboran un informe sobre el

---

cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, para cada gestora de cuyas ECR sean entidad depositaria a la fecha de referencia del informe correspondiente.

El informe contendrá información para cada ECR depositada, de acuerdo con los controles establecidos en el manual de procedimientos del depositario, de las incidencias en la valoración del patrimonio o en el cálculo del valor liquidativo, diferencias en conciliaciones de activos y efectivo, incumplimientos de coeficientes, criterios y límites legales, así como, cualquier otra incidencia que hayan detectado como consecuencia de sus funciones de vigilancia, incorporando, en su caso, las observaciones que la gestora hubiera podido realizar como consecuencia de la comunicación de la incidencia por parte del depositario.

El depositario debe estar en disposición de acreditar ante la CNMV, en todo momento, el resultado de sus labores de supervisión, vigilancia, depósito y custodia. Dicha acreditación deberá conservarse durante un plazo mínimo de cinco años.

- En cualquier caso, el depositario debe informar sin tardanza y por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que revista una especial relevancia, que detecte durante el desarrollo de sus funciones de supervisión y vigilancia.

## 2.2. Depósito, administración de activos y control del efectivo

### *Función de custodia*

La función de custodia, aplicará a los activos subyacentes custodiables. En este contexto, el depositario debe al menos:

- Registrar los activos financieros custodiados en cuentas separadas y abiertas a nombre de la ECR en los libros del depositario, de modo que se puedan identificar claramente como pertenecientes a la ECR.
- Realizar conciliaciones periódicas con los subcustodiados, que al menos serán semanales.
- Implementar, junto a la gestora, los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar que, en ningún caso, la disposición de los activos se hace sin su consentimiento y autorización, de manera que se pueda verificar la propiedad de la ECR sobre los activos custodiados.

### *Función de registro de activos no custodiados*

Respecto a la función de registro de activos no custodiados, el depositario debe, al menos:

- Establecer, junto a la gestora los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar su intervención y control en los procesos de contratación que promueva la ECR, de manera que se pueda verificar que la propiedad de los activos corresponde, en todo momento a la ECR.
- Asegurarse que los terceros les proporcionen certificados u otras pruebas documentales como mínimo una vez al mes y cada vez que haya una compra venta de activos o exista cualquier hecho que afecte a la propiedad de los activos. No obstante, en el caso de bienes inmuebles, activos objeto de inversión de las ECR u otros activos de naturaleza similar, esta periodicidad podrá ser anual.
- Llevar un registro actualizado de los activos no custodiables.

### *Función de administración de activos*

Respecto a la función de administración de activos, el depositario:

- Debe realizar el cobro de los correspondientes rendimientos de los activos en depósito, para lo que en los casos en que sea necesario, se contará con el concurso de la gestora.
- Debe llevar a cabo la liquidación de las operaciones sobre instrumentos financieros.
- Cuando la ECR invierta en activos no negociados en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, el depositario cumplirá las instrucciones de liquidación remitidas por la gestora.
- Vela por que las liquidaciones de valores y de efectivo se efectúen en el plazo que determinen las reglas de liquidación que rijan en los correspondientes mercados.

### *Función de control del efectivo*

Respecto a la función de control del efectivo:

- El depositario es el único autorizado para disponer de los saldos de las cuentas de efectivo de la ECR, siguiendo las instrucciones de la gestora.

- 
- Debe establecer un procedimiento de formalización de apertura de cuentas de efectivo en terceras entidades que determine de manera explícita, entre otros aspectos, la identificación de la persona con poderes suficientes que representa al depositario.
  - Realiza conciliaciones periódicas de los flujos de tesorería en terceras entidades.

#### **IV. APORTACIÓN DE VALOR A LA INDUSTRIA DEL CAPITAL PRIVADO EN ESPAÑA**

Una vez expuestas las principales implicaciones para el capital privado derivadas del marco normativo actual, en particular a lo referente a la participación y las obligaciones del depositario, resulta conveniente compartir también aquellos aspectos que aportan valor a la industria.

En este sentido, con la incorporación del depositario a las actividades del capital privado, se fortalece el sistema en su conjunto. La intervención junto a la gestora, en determinadas operativas que previamente eran realizadas en solitario por la gestora, y la supervisión llevada a cabo sobre la actividad de las gestoras, deben sin duda revertir en mayor confianza y seguridad para los inversores.

Por otra parte, a la hora de implementar las nuevas obligaciones para gestoras y depositarios derivadas de la Ley 22/2014, contar con entidades especializadas, que tengan el conocimiento, la experiencia, y sean referencia en la depositaria de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, está ayudando a las gestoras a realizar una transición suave a este nuevo modelo. Como ya mencionábamos en la introducción, en este proceso, el depositario está llamado a colaborar con las gestoras, aportando valor y buscando siempre el equilibrio entre la protección del inversor, la salvaguarda de las responsabilidades de las entidades, y la eficiencia operativa de todos los participantes. La manera en la que el depositario cumple las funciones que tiene asignadas impacta directamente en la gestora, en la eficiencia del modelo operativo y en la reducción del riesgo operacional. Su capacidad de especialización y de trasladar los beneficios de las economías de escala derivadas del tamaño, son factores que tienen un efecto directo en la gestión y, por tanto, en el partícipe.

El disponer de una entidad depositaria, y la confianza que esta merezca, está llamada a ser un nueva variable observada por los inversores institucionales a la hora de seleccionar los fondos o sociedades de capital riesgo. En especial, por aquellos vehículos inversores que ya tienen un depositario, como es el caso

de los fondos de pensiones, uno de los principales inversores en las ECR españolas. Por tanto, la categoría y el prestigio de la Entidad Depositaria supondrán un factor diferencial en el proceso de *fundraising*. En último término, los beneficiarios de que una ECR tenga un depositario de calidad, independiente, solvente y con prestigio, son tanto los partícipes como las propias gestoras, y repercute directamente en la protección y calidad de la inversión.

Pero tampoco debemos olvidar que cuando la gestora incorpora un depositario, ayuda a ampliar la base de inversores y, por tanto, se está contribuyendo al desarrollo del negocio. En primer lugar, mediante el acceso al pasaporte del producto, habilitando la comercialización transfronteriza en la Unión Europea. Y en segundo lugar, permitiendo la comercialización de la ECR a clientes no profesionales. Aquellas gestoras que cuenten con un depositario podrán complementar su propuesta de valor a los inversores, tanto institucionales como no profesionales, con la imagen y las cualidades de sus entidades depositarias, como puede ser la presencia o el volumen depositado, la solvencia, la independencia, o el disponer de certificaciones de calidad reconocidas en los servicios que soportan la operativa de la ECR.

## V. CONCLUSIONES

Para concluir, durante el último trienio, hemos vivido un reto para la industria del capital privado en España, cuyo éxito ha dependido, entre otros factores, de la decisión de las sociedades gestoras sobre si incorporaban a un depositario, y en caso de hacerlo, en cuál confiaban. En este último caso, aquellas gestoras que han seleccionado un depositario de calidad y de primer orden, han considerado este cambio como algo positivo que les ha aportado mayor agilidad en la gestión de los procesos y un mayor control de la actividad. En cambio, aquellas gestoras que han tomado sus decisiones sin considerar la especialización y calidad del depositario, no han tenido la misma percepción.

Aquellas gestoras que acometieron de forma temprana esta transición, una vez cuentan con una mayor perspectiva, se encuentran en el momento propicio para evaluar su experiencia con los depositarios designados. En este proceso es importante y saludable comparar sus depositarios con la competencia, considerando aspectos como son la independencia, la especialización, la experiencia, y el compromiso con el desarrollo del capital privado en España.

Por todo lo anterior, y a modo de cierre, confiamos en que de forma progresiva en los próximos años, se extienda y acelere la tendencia entre las gestoras de capital privado, de contar voluntariamente con un depositario. Fundamen-

---

talmente, con el propósito de beneficiarse de la mayor capilaridad en el proceso de captación de recursos mediante la incorporación de inversores no profesionales, de la ventaja competitiva que supone contar con un depositario como nueva variable incorporada en la matriz de decisión del inversor institucional y en particular de los FP que ya gozan de la participación de un depositario, así como de la comercialización transfronteriza de las ECR gestionadas.

## VI. REFERENCIAS NORMATIVAS

- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.
- Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.
- Reglamento (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.
- Reglamento (UE) 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos.
- Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.
- Reglamento de ejecución (UE) 447/2013 de la Comisión de 15 de mayo de 2013 por el que se establece el procedimiento aplicable a los GFIA que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- 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,

y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

- Reglamento delegado (UE) 694/2014 de la Comisión de 17 de diciembre de 2013 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos.
- Circular 4/2015, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, y la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Entidades de Capital-Riesgo.
- Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por 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, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.



---

# LA MADUREZ DEL MERCADO DEL VENTURE CAPITAL. UNA VISIÓN DESDE ESPAÑA\*

Carlos TRENCHS\*\*

## I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente capítulo es presentar la situación del mercado de *venture capital* en España. Partiendo de los fundamentales de este activo alternativo de inversión estratégica para el desarrollo de la economía de la innovación, realizamos un *zoom* comparando sus principales características en Estados Unidos, Europa y finalmente en nuestro país.

Se trata de un mercado joven y, en pleno desarrollo en España pero con referentes claros de los que podemos aprender y aplicar *best practices*. El capítulo parte de destacar la importancia del *venture capital* para el desarrollo económico así como de la comparación entre los aspectos más relevantes en este tipo de inversión en Estados Unidos frente a Europa. Para concluir se presenta la situación actual del *venture capital* en España, la madurez alcanzada y las posibilidades de crecimiento que convierten a España en un país con gran potencial.

## II. LA IMPORTANCIA DEL VENTURE CAPITAL COMO MOTOR DE LA ECONOMÍA DE LA INNOVACIÓN

El capital riesgo (*venture capital* o VC) nació en Estados Unidos en los setenta y es en este país donde se ha desarrollado de forma más notable. Este producto de inversión alternativa ha tenido un impacto tremendamente positivo en la creación de empresas, el crecimiento económico, la innovación y la generación de empleo en Estados Unidos. En los últimos diez años, las entidades de *venture capital* han invertido entre 26.000 millones de dólares y 79.000 millones de dólares al año en miles de *startups*. Esta inyección de capital representa el 0,4% del PIB de Estados Unidos. Sin embargo, el impacto de las empresas que han sido financiadas por *venture capital* es sorprendente:

---

\*Mi agradecimiento a Mauricio Prieto, uno de los fundadores de Edreams, emprendedor de éxito y actualmente residente en Estados Unidos quien ha aportado recientemente una serie de datos que muestran la dimensión de esta industria en Estados Unidos y que sirven como punto de partida para este capítulo.

\*\* Director CaixaBank dayOne.

- 
- 21% del PIB de Estados Unidos<sup>1</sup>.
  - 11% del empleo de empresas del sector privado<sup>2</sup>.
  - 38% del empleo de empresas que cotizan en bolsa<sup>3</sup>.
  - 57% de la capitalización bursátil desde 1979<sup>4</sup>.
  - 82% de la inversión en investigación y desarrollo por parte de empresas cotizadas<sup>5</sup>.
  - A 31 de octubre del 2017, las seis mayores empresas por capitalización bursátil en la bolsa de Estados Unidos fueron todas financiadas por VC –Apple / Alphabet (Google) / Microsoft /Amazon /Facebook / Alibaba Group–.

El papel de los VC ha sido decisivo pues en la creación de empresas que nos ayudan todos los días a comunicarnos mejor, a distribuir mejor nuestros productos, a conectar con nuestra audiencia, a trabajar de forma más eficiente, a comprar más barato y con más comodidad, a llegar a nuestro destino, etc... Difícilmente pasa una hora sin que utilicemos los servicios o productos de una empresa que haya sido financiada por capital riesgo.

## 1. El *venture capital* como instrumento de inversión

Esta tipología de activo alternativo se suele estructurar en base a fondos con mandatos temporales de inversión en compañías de un segmento / etapa / geografía concreta. La gestión de estos fondos la desarrollan gestoras profesionales con perfiles principalmente técnicos, financieros y/o de emprendedores. Estos equipos de profesionales recogen el compromiso de inversión de diferentes inversores (denominados *LP-Limited Partners*). Los propios socios gestores del VC (*GP's*) también invierten directamente en el fondo, llegando a veces a representar un porcentaje considerable del mismo.

Los *LPs* incluyen a fondos de pensiones, compañías de seguros, instituciones académicas, bancos, fundaciones privadas, fondos soberanos, fondos de

<sup>1</sup> <http://founderequity.com/the-new-reality-of-venture-capital/>

<sup>2</sup> <http://founderequity.com/the-new-reality-of-venture-capital/>

<sup>3</sup> <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

<sup>4</sup> <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

<sup>5</sup> <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

fondos, *family offices*, grandes patrimonios, corporaciones e inversores particulares. Estos LPs tienen una estrategia de inversión y *asset allocation*, en la que el capital riesgo entra dentro de la categoría de “activos alternativos”, con una mayor expectativa de retorno a largo plazo que las categorías de renta variable y renta fija. Eso sí, con un mayor riesgo.

Para compensar ese mayor riesgo, los inversores en VC esperan un retorno por encima de lo que podrían percibir en otras clases de activos con menor riesgo, menor coste, y mayor liquidez.

### 1.1. Un activo con un elevado riesgo y a la vez alta expectativa de retorno para el inversor

Las expectativas dependen de cada inversor, pero por lo general se busca que el retorno a medio/largo plazo sea superior al que podrían tener otras clases de activos con menor riesgo y más liquidez. Los fondos de VC invierten en empresas en sus primeras etapas, muchas veces inmaduras y donde el valor está en los nuevos productos/modelos de negocio con un elevado potencial de desarrollo. Se trata por tanto de un activo ilíquido a corto plazo y con un riesgo evidente de no tener éxito.

Para definir los rendimientos esperados de las inversiones en VC, es frecuente que se compare el retorno de los fondos con *benchmarks* e índices del mercado de capitales como S&P 500, NASDAQ, Small Caps, etc. Nos referiremos en general a estos fondos indexados por las siglas *PME (Public Market Equivalents)*<sup>6</sup>.

### 1.2. Retornos representativos de las “startups” participadas

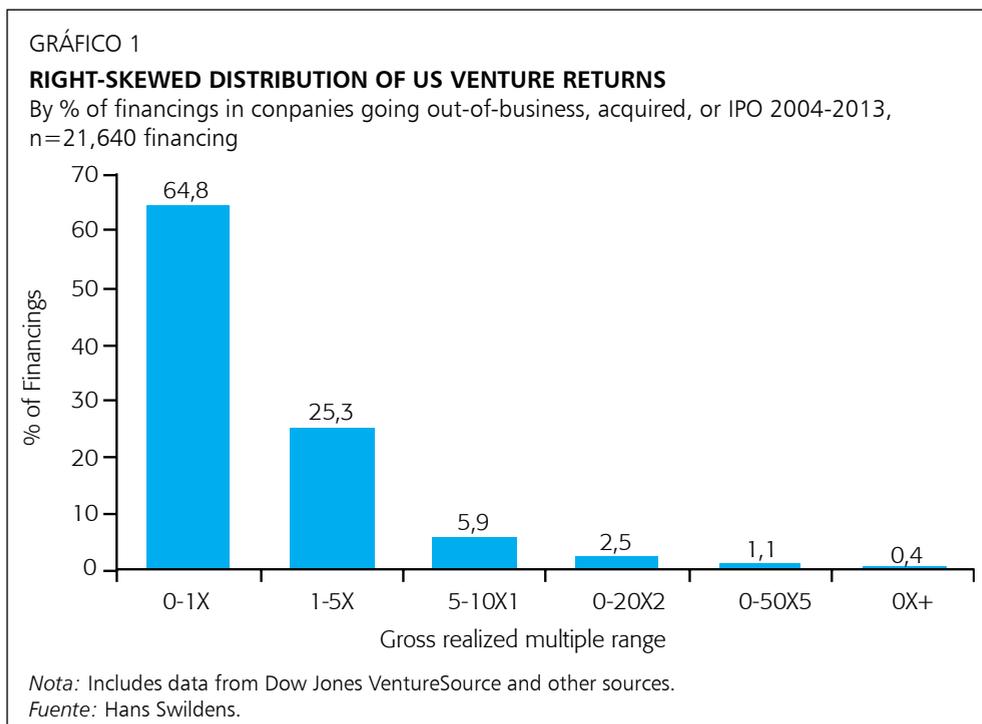
El retorno de los VCs se construye sobre la suma de retornos de sus participadas. Analizar qué ha pasado en Estados Unidos con más datos y una serie más larga en el tiempo es un buen ejercicio para poder valorar/comparar como están evolucionando otros mercados más nuevos como el europeo.

<sup>6</sup> Un ejemplo de cálculo de expectativas: - Retorno esperado de VC = retorno *PME* multiplicado por 1,5. Es decir, si el fondo indexado tiene un rendimiento anual de 8%, entonces se espera que el fondo de VC tenga un rendimiento anual de  $8\% \times 1,5 = 12\%$ .

Trasladado a la creación de valor, en un fondo de VC con un plazo de diez años, un retorno de 12% se traduce en devolver a los inversores 3,1 veces el importe invertido. Un múltiplo alto pero necesario para compensar el excedente de riesgo en comparación con activos equivalentes.

- Mark Suster, de Upfront Ventures ha descrito el retorno de las inversiones de los VC de etapas tempranas como “1/3, 1/3 y 1/3”: un tercio de la cartera de *startups* es pérdida total, otro tercio recupera el principal invertido en ellas, y es en el último tercio en el que se generan las plusvalías.
- Dave McClure de 500 *startups*, (incubadora de capital semilla) después de invertir en más de mil *startups* comparte las siguientes estadísticas:
  - 50%—80% de las *startups* no generan ningún *exit*.
  - 15%—25%: múltiplo de 2X a 5X sobre el capital invertido.
  - 5%—10% llegan a una valoración superior a 100 millones de dólares con múltiplos de 10X a 20X.
  - Con mucha suerte, un 1% logra una valoración de 1.000 millones de dólares o más, con múltiplos de 50X o más (los llamados unicornios).

Según un amplio estudio de Correlation Ventures de 20.000 rondas de financiación de *startups early stage*, estos son sus resultados (gráfico 1):



El retorno potencial de un fondo de *venture capital* va a depender, y mucho de la habilidad de los gestores para seleccionar a las “mejores” compañías para su cartera. Disponer en una cartera de un “caballo ganador” es clave para poder obtener un buen retorno global del fondo bueno versus uno mediocre.

Aunque no es un mercado con elevada transparencia, sí que en general es posible obtener datos del *track record* de los fondos gestionados por los distintos VC y a su vez estos se pueden ordenar por cuartiles entre los mejores (top cuartil) y el resto.

### III. EL MERCADO DEL VENTURE CAPITAL EN EUROPA

A diferencia del mercado de Estados Unidos, el *venture capital* es un fenómeno relativamente nuevo en Europa y con una trayectoria muy inferior (aprox. 20-25 años). Pese a ello este mercado se está desarrollando de forma sostenida y es una de las prioridades de la Comisión Europea como herramienta para inyectar recursos a la economía de la innovación. Iniciativas como las del FEI (Fondo Europeo de Inversiones), quien de forma sostenida está apoyando como LP a los gestores de fondos en los diferentes países o la recientemente anunciada iniciativa del BEI de crear un fondo de fondos con objetivo paneuropeo para invertir en fondos de VC, son claros ejemplos en este sentido.

En Europa podemos diferenciar tres tipos de mercados para el *venture capital*.

*Tier 1 – Mercados consolidados* con volúmenes y agentes destacables. Inicialmente Reino Unido y desde hace poco Alemania y Francia.

*Tier 2 – Mercados emergentes* con volúmenes en crecimiento y primeras operaciones y agentes destacables. España encabezaría este segmento con países como Holanda, Suiza o Escandinavia.

*Tier 3 – Mercados incipientes* pero avanzados con políticas destacables como es el caso de Portugal.

La base de datos Deal Room, publica trimestralmente un comparativo de los principales mercados por inversión canalizada a *startups*. (Hay que destacar que incorpora no solo la inversión de las gestoras de capital riesgo, sino también la de otros agentes privados como los *Business Angels* que operan a través de vehículos o los *Corporate Venture Capital*).

CUADRO 1

<i>Amount invested</i>	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018
Germany	€475m	€417m	€805m	€461m	€594m	€695m	€949m	€619m	€648m	€1,3b
United Kingdom	€1,1b	€1,2b	€919m	€992m	€776m	€1,2b	€2,0b	€2,0b	€2,0b	€1,2b
France	€334m	€914m	€486m	€735m	€881m	€650m	€675m	€659m	€521m	€809m
Israel	€563m	€615m	€875m	€741m	€577m	€539m	€690m	€925m	€804m	€496m
Spain	€126m	€82,7m	€359m	€95,2m	€107m	€303m	€236m	€271m	€137m	€233m
Netherlands	€148m	€227m	€557m	€92,2m	€47,4m	€214m	€231m	€95,0m	€192m	€171m
Sweden	€116m	€613m	€181m	€136m	€264m	€244m	€428m	€204m	€401m	€153m
Romania	€4,0m	€4,9m	€2,7m	€6,5m	€250k	€2,0m	€33,3m	€757k	€50,0k	€141m
Belgium	€102m	€59,3m	€114m	€63,7m	€62,2m	€136m	€53,4m	€24,1m	€102m	€110m
Finland	€74,3m	€82,3m	€71,0m	€55,5m	€116m	€69,7m	€60,9m	€140m	€56,1m	€106m
Ireland	€19,7m	€171m	€40,4m	€110m	€289m	€104m	€117m	€87,4m	€62,7m	€105m
Denmark	€162m	€60,2m	€14,0m	€67,4m	€41,8m	€50,3m	€45,m	€40,0m	€65,0m	€91,2m

*Fuente:* Deal room.

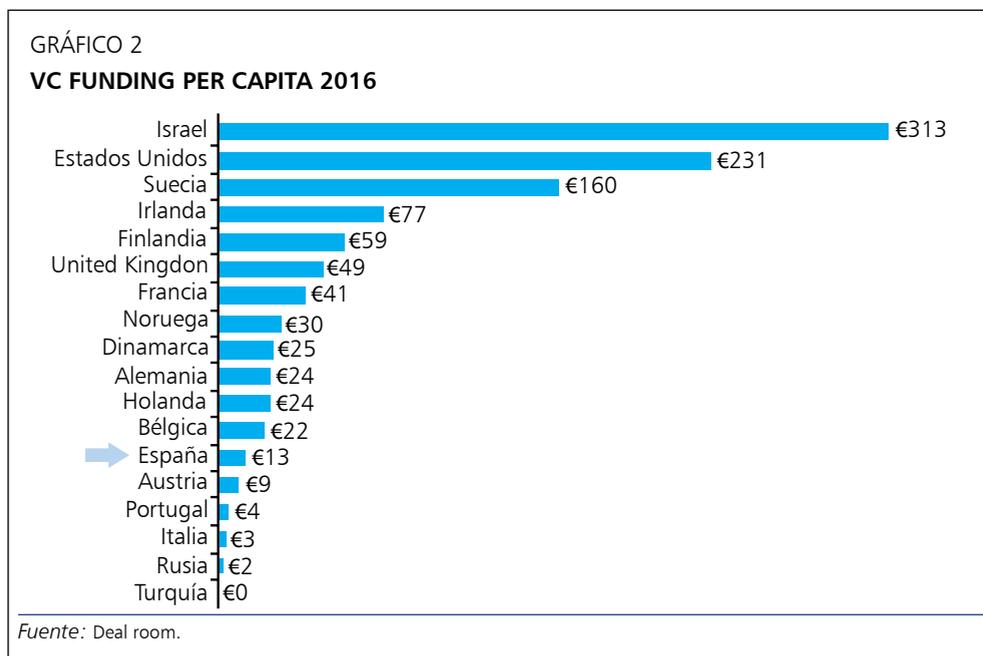
Según el cuadro 1, el mercado español sería por tamaño el cuarto en Europa (excluyendo el caso de Israel) con un crecimiento destacable, pero inferior al del resto de mercados.

Sin embargo, estos datos “absolutos” no nos ayudan a entender cuál podría ser el potencial de cada mercado. Una aproximación más ajustada, como es el caso del volumen de inversión per cápita nos muestra una realidad muy diferente.

En este caso, España cae del cuarto al undécimo mercado europeo con una cifra de 13 euros per cápita. Lejos de los principales mercados europeos, Reino Unido con 49 euros, Francia con 41 euros o Alemania con 24 euros (gráfico 2).

Si pensamos que los emprendedores pueden, desde nuestro país, desarrollar proyectos y empresas globales en igualdad de condiciones que los de otros países del entorno, deberíamos de multiplicar nuestras cifras anuales de por 2 a por 4 en los próximos ejercicios.

La diferente evolución de los países se explica, entre otros, por el importante papel que ha jugado la administración en favorecer regulaciones y fiscalidad favorable para el desarrollo de esta actividad.



Atraer al mejor talento mediante sistemas de retribución a éxito (*stock options*) y/o ayudar a canalizar ahorro privado de forma ordenada y diversificada a este activo, como han hecho mediante incentivos Francia o Reino Unido sería un camino deseable con externalidades muy positivas para el conjunto de la economía.

#### IV. UNA FOTOGRAFÍA DE LA INVERSIÓN DE **STARTUPS** EN ESPAÑA

Existe un número significativo de agentes, 161, que invierten en esta tipología de empresas. Sin embargo los fondos de *venture capital* (con sede en España y extranjeros) son responsables del 70% del total de inversión y son el verdadero motor de esta economía de la innovación.

Iniciativas como *Fondlco Global* o *Neotec Capital Riesgo* a nivel estatal o el *ICF* en Cataluña, han sido fundamentales para la creación tanto de nuevos equipos como de fondos que invierten en el mercado español. Sin embargo es destacable también la presencia adicional de tres tipos de agentes específicos en este ecosistema:

- 
- *Sector público*. Empresas públicas que invierten en *equity* o *quasi equity*. Son limitadas pero juegan un papel muy relevante en la financiación de la economía de la innovación fuera de los dos principales *hubs* de innovación de España (Barcelona y Madrid).
  - *Redes de Business Angels*, aceleradoras e incubadoras. De presencia testimonial hace menos de diez años, representan hoy la principal fuente de recursos en las primeras etapas (capital semilla). Además, han cogido músculo financiero, y en algunos casos son capaces de acompañar con inversión a las compañías participadas en sucesivas rondas.
  - *Corporate Ventures*. La presencia de grandes corporaciones que participan en una inversión minoritaria en *startups* es cada vez más relevante en nuestro país. En 2016, diecisiete corporaciones hicieron al menos una inversión en España.

## 1. Barcelona y Madrid se posicionan como *hubs* globales

Las dos ciudades concentran el 60% de las inversiones y el 71% del total invertido en nuestro país. Adicionalmente si profundizamos en el análisis y observamos la presencia de los fondos internacionales y *corporates*, vemos que prácticamente la totalidad de las inversión de estos agentes se dirige a *startups* ubicadas en estos dos *hubs*. Estos inversores (internacionales y *corporates*) suelen actuar en las series B y posteriores, y en momentos donde la expansión de estas compañías ya es global y tanto las rondas como los tickets individuales suelen ser muy significativos.

Eventos como 4YFN (Mobile World Congress) en Barcelona o South Summit en Madrid, son escaparates donde las principales *startups* y *scale up's* de nuestro país se presentan y entran en contacto con un número creciente de fondos globales que tienen a España en el radar.

## 2. Quién es quién en *venture* en España

Tal como hemos visto, las gestoras de *venture capital* son responsables del 70% de la inversión en *startups*. Sin embargo, el desarrollo del *venture capital* en el mercado español es incluso más reciente que en Europa.

Podemos afirmar que esta actividad empieza a desarrollarse de forma consistente a partir del 2003-2005, con las primeras gestoras profesionales con

sede en España. Este hecho explica que aun haya pocos datos respecto a ciclos completos de inversión de un número suficiente de actores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) dispone de un registro de las sociedades gestoras acreditadas, habiendo a principios de 2018 más de 50 firmas privadas de *venture capital* activas.

Estas gestoras las podemos clasificar entre:

- *Las gestoras pioneras* (aquellas que empezaron a operar en los primeros años (Bullnet, Adara, Nauta Capital, Inveready o Caixa Capital Risc). Abrieron camino, hicieron mucha pedagogía y apostaron por un mercado inmaduro y con pocos casos de éxito. Estas gestoras cuentan hoy en día con tres o más fondos abiertos y tenían entre sus inversores iniciales a LP privados tractores.
- *Las gestoras profesionales* (lanzadas entre 2008 y 2013) con un par de fondos en funcionamiento y que comenzaron su actividad en un momento de incertidumbre en medio de una de las mayores crisis financieras de nuestro país. Estas gestoras ya nacieron con un perfil especialista en sectores como los de Ciencias de la Vida, Digital, etc. (Ysios, Kibo Ventures, Seaya, Axon, etc).
- *Las gestoras emprendedoras* creadas en muchos casos en los últimos dos años de la mano de emprendedores de éxito, que han tenido experiencias positivas en su etapa empresarial, y que deciden levantar un fondo para repetir el proceso con nuevas hornadas de emprendedores. Cuentan entre sus LP a un amplio espectro de profesionales y emprendedores. (Columbus, Samaipata, Encomenda, Seed Rocket, etc).

En Madrid y Barcelona se encuentra la sede de más del 90% de estas gestoras (ciudades que por su parte concentran también el mayor volumen de inversión).

Adicionalmente a las gestoras privadas, existe un número relevante de gestoras públicas (impulsadas por organismos regionales o estatales), cuyo principal objetivo es canalizar recursos a empresas de su región, especialmente en aquellas etapas donde es más difícil atraer capital privado.

### **3. Crecimiento sostenido de la actividad del *venture capital* en España**

ASCRI, la asociación española de capital privado, publica anualmente las cifras de las operaciones materializadas por las gestoras de *venture capital* en

España. Según sus datos, en los últimos cinco años se ha pasado de invertir 194 mil millones de euros en 362 operaciones a 494 mil millones de euros en 519 operaciones.

Son tres los tipos de agentes que operan en este mercado: (i) las gestoras de *venture capital* nacionales privadas (gestoras con la sede en España); (ii) las gestoras de *venture capital* nacionales públicas (impulsadas por organismos regionales o estatales y cuyos recursos son principalmente públicos), y (iii) las gestoras de *venture capital* internacionales (cuya sede está en terceros países).

<i>Tipo de inversor (volumen - millones de euros)</i>	2013	2014	2015	2016	2017 est.
Nacional privado	101,6	107,3	119,9	157,8	184,5
Nacional público	34,4	21,5	27,0	29,0	31,5
Internacional	58,6	158,1	394,6	244,3	278,3
<b>Total</b>	<b>194,5</b>	<b>286,9</b>	<b>541,6</b>	<b>431,1</b>	<b>494,3</b>
<i>Tipo de inversor (nº de inversiones)</i>	2013	2014	2015	2016	2017 est.
Nacional privado	261	249	293	334	345
Nacional público	68	53	107	113	111
Internacional	33	38	73	46	63
<b>Total</b>	<b>362</b>	<b>340</b>	<b>473</b>	<b>493</b>	<b>519</b>

*Fuente:* Deal room.

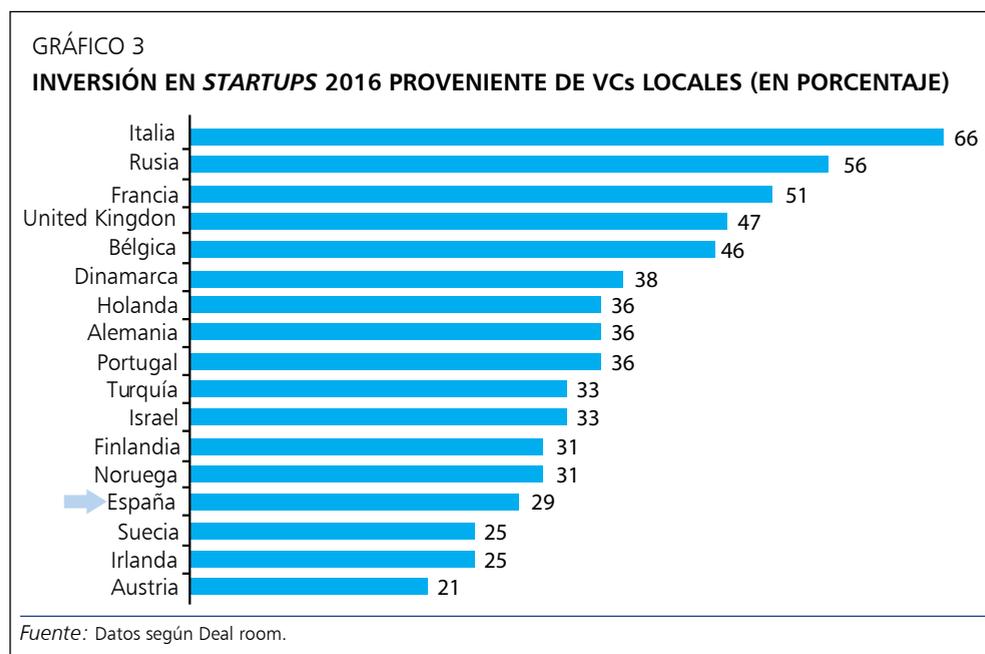
Este incremento de actividad tiene tres grandes explicaciones:

- Un mayor dinamismo de las gestoras privadas españolas, responsables del mayor número de operaciones, especialmente centradas en las primeras etapas de desarrollo de las *startups* (ticket medio – 500k. de euros).
- La presencia cada vez más relevante de gestoras internacionales operando en nuestro país cuya incorporación al mercado español se ha producido en los últimos años. La actividad de estas gestoras está centrada en operaciones en *startups* más maduras y con tickets más altos (ticket medio cuatro mil millones de euros).

- El mantenimiento de la actividad de las gestoras públicas, que suelen centrar su actividad en aquellas geografías y sectores donde el inversor privado no llega.

Únicamente un 30% de la inversión total de *venture capital* en España proviene de VCs locales privados. Sin embargo, acometen el 66% de las operaciones. La escasez de fondos de *late stage* españoles explica que la mayoría de las grandes operaciones se materialicen por inversores internacionales. No será extraño ver en un futuro, algún gran fondo europeo con sede en España y ámbito de actuación supranacional.

Por otro lado, la convivencia de los dos tipos de inversores (locales e internacionales) operando en el mercado es una realidad en todos los países europeos. Quizás, el objetivo sería poder tener un mayor equilibrio como es el caso de Francia o Reino Unido.



## V. CONCLUSIONES: UN FUTURO CON RETOS PERO CON OPTIMISMO

España es uno de los países europeos con mayor potencial para el *venture capital*. Muchos elementos juegan a su favor:

- 
- Dos *hubs* europeos muy relevantes (Madrid y Barcelona).
  - Escuelas de ingeniería cada vez más enfocadas en la aplicación práctica de la tecnología.
  - Escuelas de negocios de gran prestigio. Tres de las *top* ocho mejores escuelas de negocios de Europa están en España (IE, ESADE, IESE).
  - Una infraestructura cada vez más sólida de *venture capital*, con gestoras con experiencia y creciente *track record*.
  - Instrumentos públicos de financiación como ENISA o CDTI que apoyan a las *startups*, especialmente en sus primeras etapas.
  - Creciente actividad de incubadoras, aceleradoras y *venture builders*.
  - Participación activa en el ecosistema por parte de las primeras generaciones de *startup entrepreneurs* españoles, ya sea como *Business Angels*, *VCS*, o liderando iniciativas de incubación y aceleración.
  - Una calidad de vida elevada que ayuda a atraer capital y talento.

Todos estos elementos, ayudarán al desarrollo de nuevas iniciativas empresariales con alto potencial de crecimiento. Estas *startups* serán las responsables que la innovación tecnológica aumente en los próximos años en nuestro país, así como contribuirán en la generación de empleo y crecimiento económico. El *venture capital* se configura como agente clave para su impulso. Para la consolidación y crecimiento de esta actividad solamente necesitamos que tanto incentivos como regulación sean comparables a la de otros mercados más maduros. Con estos cambios, los resultados llegarán a corto plazo.

---

## ANÁLISIS DESDE EL SECTOR: OPINIONES

**Íñigo SÁNCHEZ-ASIAIN**  
*Portobello Capital*  
*Socio Partner*

“Portobello Capital es una firma de inversión independiente que ha contribuido a desarrollar numerosas compañías líderes en España a lo largo de los años.

Emprendimiento, Espíritu Innovador y Desafío de lo Convencional nos inspiran en nuestra búsqueda de valor. En Portobello Capital creemos que las auténticas compañías líderes se construyen con pensamiento crítico y valentía en la acción.

Excelencia, Confianza e Integridad son los valores que guían nuestro proceder. Porque sólo los equipos y las relaciones fundamentadas en ellos perduran en el tiempo y son la base para liderar las grandes empresas. La clave de nuestro éxito radica en capacidades que hemos desarrollado como Equipo a lo largo del tiempo.

Nuestro profundo conocimiento y amplia experiencia en el “Middle-Market” español nos facilitan la identificación sistemática de operaciones con asimetrías. Buscamos, donde otros no buscan, compañías dinámicas, con excelentes equipos directivos y que operan en nichos de crecimiento. Esto nos lleva a identificar de forma consistente las mejores empresas. Tomamos posiciones de control en la gestión, lo que nos permite implantar cambios cuantitativos estratégicos y operativos, que nos llevan a maximizar el retorno para nuestros inversores”.

([www.portobellocapital.es](http://www.portobellocapital.es))

### CUESTIONARIO

1. Los datos parecen confirmar que el sector de capital privado ha entrado en una fase de crecimiento importante, ¿cómo ve, desde su experiencia, el futuro de la captación de inversión en *private equity*? ¿se consolidará el crecimiento actual?

El *private equity* (PE) o capital privado se ha consolidado como categoría de inversión a nivel mundial después de demostrar que los retornos que dan a sus inversores superan sistemáticamente a los de la bolsa (*public equity*). La indus-

---

tria es todavía muy joven (menos de 50 años). Y mientras se siga profesionalizando, con buenos gestores y buenas prácticas y el uso equilibrado de la deuda, pienso que se seguirá ofreciendo retornos superiores. En España el potencial del *PE* es aún superior. Así, en países más sofisticados como Estados Unidos o Reino Unido los grandes fondos de pensiones o *endowments* invierten ya en *PE* proporciones superiores al 20% de sus inversiones totales. En España los fondos de pensiones no llegan al 1%. Esas diferencias se recortarán.

2. ¿Cómo ha sido la evolución de la inversión en *private equity* en los últimos cinco años? ¿Han cambiado los retos para los gestores? ¿Es suficiente con adquirir la propiedad o los planteamientos pasan por conseguir una transformación de las empresas adquiridas?

En los últimos años se ha incrementado la competencia y por ello han subido los precios. Esto ha reforzado la idea de que hay que aportar más valor añadido en la gestión. Por otro lado, aunque los tipos de interés siguen muy bajos, la posible previsión de subida de los mismos fomenta la cautela a la hora de asumir fuertes apalancamientos. Por ello los retos de futuro pasan por tener equipos muy sólidos que aporten valor a las empresas.

3. ¿Qué retos se le plantean a la configuración organizativa de las *equity firms* en este momento? ¿Cómo desarrollar las capacidades organizativas para transformarlas en talento?

Habrá que seguir contratando al personal más cualificado con gran experiencia no solo financiera sino con creciente visión estratégica y empresarial. Complejidad adicional vendrá con la mayor dimensión de las gestoras de *private equity*. Tenemos que aprender a gestionar el crecimiento. Más formación y gestión de las expectativas del personal, más procedimientos y garantías operativas, mejor *reporting* y gestión de los inversores, etc...

4. ¿Es capaz la inversión en *private equity* de capturar las oportunidades que existen en los mercados?

Si somos rentables, la oferta de dinero proveniente de los fondos/inversores buscará invertir en *PE*. Hay mucho dinero ahí fuera buscando buenos gestores. Y si somos eficientes, los empresarios nos buscarán para ayudarles a mejorar la rentabilidad de las empresas. Hay mucha mejora pendiente en las empresas.

5. ¿Es la desinversión un problema en este momento para la industria del *venture capital* en España? ¿En el resto del mundo?

En España falta profundidad en el mercado de *venture capital* y la desinversión hoy día hay que buscarla más bien fuera. En algunas partes del resto del mundo hay una cultura muy desarrollada de *venture capital* y mucho dinero dispuesto a acometer inversiones en todas las fases de la cadena de crecimiento.

6. Los niveles de desarrollo de los diferentes mercados de capital privado son diferentes, ¿cómo ve el *private equity* en España y qué perspectivas de futuro anticipa?

Ya lo he comentado en la primera pregunta. El potencial en España es enorme si damos con buenos profesionales. Los niveles de penetración de esta industria medidos sobre cualquier índice (sobre el PIB, sobre los fondos totales de los inversores institucionales, sobre el porcentaje de empresas que lo usan,...) son muy bajos.

7. ¿Son necesarias algunas transformaciones o adaptaciones del marco legal o institucional que permitan un mayor desarrollo?

La regulación de los fondos de pensiones que no penalice las comisiones en cascada, y sobre todo la regulación fiscal que no establezca incertidumbres para gestores e inversores, son indispensables para que esta industria cuaje y crezca en España. Hoy no se tienen como prioridades, como tampoco se es plenamente consciente a nivel político y regulatorio del gran potencial y beneficio que representaría esta industria bien desarrollada para el bien de nuestra economía y país.

---

**Carlos LAVILLA**  
*Corpfin Capital*  
*Presidente*

“Corpfin Capital es una gestora independiente de fondos de capital riesgo, líder en el segmento de empresas de tamaño medio en España.

Somos probablemente la gestora con más años de experiencia apoyando a empresas españolas en su crecimiento. Seleccionamos empresas con una sólida base de negocio y potencial para generar valor ya sea a través del crecimiento orgánico o adquisiciones, o bien mediante la reorientación estratégica y mejora de su eficiencia operativa y financiera. Hemos invertido en unos 50 proyectos empresariales en una amplia variedad de sectores de la economía española.

Corpfin Capital habitualmente invierte de la mano de equipos directivos con experiencia y comprometidos, con los que nos aliamos y establecemos estrechos lazos, alineando intereses y valores. Está relación de confianza con nuestros socios de referencia y gestores en el día a día de las operaciones es parte fundamental del ADN de Corpfin”.

([www.corpfincapital.com](http://www.corpfincapital.com))

## CUESTIONARIO

1. Los datos parecen confirmar que el sector de capital privado ha entrado en una fase de crecimiento importante, ¿cómo ve, desde su experiencia, el futuro de la captación de inversión en *private equity*? ¿se consolidará el crecimiento actual?

Entre los inversores institucionales, la inversión en *private equity* (*PE*) es una categoría de inversión (*asset class*) bien conocida, aceptada, y en clara fase de crecimiento. Esto responde a varias razones entre las que cabe destacar la necesidad de diversificación de los inversores institucionales en primer lugar, así como los resultados en términos de rentabilidad tradicionalmente obtenidos por el *PE*.

En efecto, cabe destacar que a lo largo de los últimos 20 años, la inversión en *PE* ha obtenido consistentemente rentabilidades superiores a la media de los

índices representativos de la rentabilidad de otros *asset classes*, como acciones cotizadas y bonos. Si esto es así para la media de los fondos de *PE*, tanto más lo es para el cuartil que obtiene mejores resultados, cuartil en el que, con mayor o menor acierto, todos los inversores institucionales aspiran a invertir. Nótese que la dispersión de resultados obtenidos por los fondos de *PE* es superior a la obtenida por fondos de otros *asset classes*, lo que hace mayor la diferencia entre la media de los fondos del mejor cuartil y la media general de todos los fondos.

Es en este contexto de inversión creciente y consolidada de los inversores institucionales en *PE*, en el que hay que analizar el presente y el futuro de la captación de inversión de *PE* en España, presente y futuro que obviamente se ven favorecidos por el viento de cola del crecimiento global del *asset class*.

Los factores que específicamente inciden en el caso español son los siguientes:

- La coyuntura macroeconómica: los últimos años han sido muy favorables, habida cuenta del crecimiento del PIB, de la inflación y de los tipos de interés bajos y, muy importante, de la favorable evolución de la balanza por cuenta corriente. Excepto por factores singulares y localizados de la coyuntura política, no hay ninguna razón para pensar que esta situación macroeconómica no vaya a perdurar en los próximos dos o tres años.
- El segundo factor a tener en consideración es la existencia de un entorno favorable al desarrollo del *asset class*. Aquí hacemos referencia a factores tales como el marco regulatorio, el marco fiscal, la seguridad jurídica y, en general, todos los elementos que inciden sobre el entorno institucional para que una economía resulte atractiva para la inversión empresarial. En lo referente a todos estos elementos, y aunque existen notables áreas de mejora, hay que decir que la situación en España es actualmente favorable para la inversión en *PE* y que no se espera en el corto y medio plazo que se produzcan modificaciones adversas.
- El tercer factor a tomar en consideración es el carácter del entorno empresarial. España dispone de un gran número de empresas pequeñas y medianas, privadas, competitivas, con proyectos de crecimiento y, muchas de ellas, con eventuales situaciones de sucesión generacional, todo lo cual configura un caldo de cultivo muy favorable para el desarrollo del *asset class*. En este sentido, creo que es muy importante resaltar que como consecuencia de la reciente recesión económica, las empresas españolas pequeñas y medianas han mejorado notablemente su eficiencia, su dinamismo, su competitividad y su capacidad exportadora, lo que viene a constituir una razón adicional que apuntala el conjunto de todas ellas como atractivo destino de la inversión en *PE*.

- 
- El cuarto factor a considerar es el desempeño de los fondos de *PE* existentes en España. En efecto, por mucho que todos los factores fueran favorables para el crecimiento y desarrollo del *asset class*, este no se produciría si no existiera un conjunto de gestores de *PE* que por su experiencia y resultados históricos hacen presumir a los inversores institucionales que la inversión en los fondos gestionados por ellos tendrán las rentabilidades esperadas. Si se observan las rentabilidades obtenidas por los gestores españoles de *PE* a lo largo de un periodo largo –por ejemplo, 15 años– podrá concluirse que sus resultados han mejorado muy notablemente y que en la actualidad se encuentran entre los mejores del contexto europeo.

Así pues, y para finalizar, a la vista de los cuatro factores anteriormente reseñados, puede concluirse que se dan en España las condiciones suficientes para augurar la consolidación del crecimiento actual en la captación de nuevos fondos.

## 2. ¿Cómo ha sido la evolución de la inversión en *private equity* en los últimos cinco años? ¿Han cambiado los retos para los gestores? ¿Es suficiente con adquirir la propiedad o los planteamientos pasan por conseguir una transformación de las empresas adquiridas?

La valoración de la evolución de la inversión en *PE* se hace generalmente en torno a cuatro factores, que son:

- el volumen de fondos captados,
- el volumen de fondos invertidos,
- el volumen de fondos desinvertidos,
- las rentabilidades obtenidas.

Si se observa la evolución de estas cuatro variables en los últimos cinco años, podrán observarse tasas de crecimiento en todas ellas y esa es la medida en la que la evolución del sector en ese plazo de tiempo merece un juicio positivo. En cuanto a los retos de los gestores hay que decir que el principal reto al que se enfrenta es al de la creación de valor en las empresas en las que invierten. Esta creación de valor normalmente se analiza a la vista de la contribución que a la misma realizan cuatro elementos, a saber:

- apalancamiento financiero,
- crecimiento en ventas,
- crecimiento de los márgenes,
- arbitraje de múltiplo (la capacidad de vender a un múltiplo de beneficios superior al múltiplo de compra).

Estos son los cuatro factores que históricamente han contribuido a la creación de valor, y siguen siéndolo, si bien no hay que dejar de notar que con el paso del tiempo ha disminuido la contribución del primero de ellos y que, en tiempos recientes, ha aumentado mucho la contribución del segundo y del tercero, razón por la cual puede afirmarse que son estos dos los grandes factores sobre los que debe centrarse la acción de los gestores de *PE* y la razón explicativa de la diferencia de desempeño entre unos gestores y otros.

Para tener éxito, los gestores de *PE* han de involucrarse en la orientación estratégica de las empresas que adquieren y han de tomar el liderazgo en los proyectos de crecimiento y mejora de la rentabilidad que se identifiquen, cosa que hacen complementando al equipo directivo, incorporando expertos industriales, e involucrándose desde el consejo de administración.

Para finalizar, y en referencia al cuarto factor, cabe decir que la aportación que este hace a la creación de valor es básicamente coyuntural, es decir, que tiende a ser positiva respecto a las empresas adquiridas en la fase baja del ciclo económico (cuando los múltiplos están deprimidos) y tienden a ser negativa cuando las empresas han sido adquiridas en la fase alta del ciclo económico (múltiplos en sus máximos).

### 3. ¿Qué retos se le plantean a la configuración organizativa de las *equity firms* en este momento? ¿Cómo desarrollar las capacidades organizativas para transformarlas en talento?

Las casas de *PE* no han tenido tradicionalmente dificultad para atraer y retener talento. Se trata de organizaciones muy planas, poco jerarquizadas, meritocráticas, donde el desempeño de cada uno de los integrantes de la firma es fácilmente mensurable. Típicamente se organizan en un área central (el equipo de inversión) y otras áreas alrededor de él que le dan soporte. Los equipos de inversión, a su vez, vienen a asignar entre dos y tres personas para cada transacción. Normalmente este equipo mantiene la responsabilidad sobre la inversión de que se trate a lo largo de la vida de la misma y hasta la desinversión.

---

En las firmas de *PE* muy grandes (esto aplica a las firmas de ámbito regional y global), a veces, dentro del equipo de inversión se encuentran papeles especializados, como por ejemplo personas responsables del *due diligence* financiero o responsables de levantar la deuda de adquisición.

En cuanto al desarrollo del talento, hay que decir que las firmas de *PE* (de nuevo excluyendo a las firmas de ámbito regional y global) suelen fichar a personas con al menos tres o cuatro años de experiencia relevante. La formación adicional que requieren a lo largo de sus vidas profesionales se adquiere *on the job*, es decir, participando en las transacciones que la firma realiza.

El principal reto organizativo al que se enfrentan las firmas de *PE* a medio plazo es el que tiene que ver con el ensanchamiento de la parte alta de la pirámide a medida que se ralentiza o incluso se estanca el crecimiento del tamaño del equipo de inversión. Este es un problema compartido con las empresas de servicios, como auditorías o despachos de abogados, y solo puede resolverse acelerando la salida de los integrantes más sénior del equipo mediante su retiro o su migración a posiciones más de asesoramiento y supervisión que de ejecución.

#### 4. ¿Es capaz la inversión en *private equity* de capturar las oportunidades que existen en los mercados?

El *PE* ocupa un lugar muy definido en el mercado de capitales, como es el de allegar los fondos de los inversores institucionales a las empresas no cotizadas en forma de capital e instrumentos híbridos. Se trata de un *asset class* ya consolidado y conocido. Como consecuencia, puede afirmarse que la inmensa mayoría de las operaciones de inversión de este tipo que existen en el mercado acaban antes o después siendo planteadas a uno o varios fondos de *PE*. Estos, a su vez, tienen ya los equipos, la experiencia, la capacidad y los fondos suficientes como para efectuar, de entre ellas, la selección adecuada para finalmente invertir en aquellas que estimen que son suficientemente atractivas.

Por todo ello, puede concluirse que sí: los fondos de *PE* son capaces de capturar las inversiones que existen en el mercado.

#### 5. Es la desinversión un problema en este momento para la industria del *venture capital* en España? ¿En el resto del mundo?

Desde un punto de vista teórico, la desinversión de las compañías en las que invierten los fondos de *PE* puede realizarse básicamente a favor de tres tipos de compradores:

- comprador industrial, es decir, otra empresa generalmente del mismo sector,
- IPO, es decir el mercado de bolsa,
- *secondary buy-out*, es decir, otro fondo de *PE* junto con el equipo directivo que reinvierte en la transacción.

Los mercados anglosajones –en particular Estados Unidos– han dispuesto desde los orígenes del *PE* de las dos primeras alternativas a las que, en tiempos recientes (desde hace aproximadamente 10-12 años) se ha añadido la tercera. No puede por tanto decirse que la desinversión haya sido un problema destacable en esos mercados.

Por lo que se refiere a España y a los mercados de Europa continental, sin embargo, la segunda alternativa no ha estado ni está generalmente disponible. En consecuencia, antes de la aparición de los *secondary buy outs*, la desinversión constituía un difícil reto ya que solamente podía producirse a favor de un comprador industrial, sabiendo que este tipo de compradores, y a los efectos de tomar una decisión de compra, no solamente valoran los resultados y las perspectivas de crecimiento de la empresa, sino que también necesitan previamente tomar una decisión de tipo estratégico.

Con la aparición de los *secondary buy outs* sin embargo, se dispone ahora de una segunda alternativa de desinversión para la que el factor estratégico no es relevante.

Puede afirmarse por tanto que, en la actualidad, la desinversión de una compañía es generalmente posible a un precio determinado simplemente en función de la expectativa de generación de los *cash-flows* y por tanto, normalmente y a ese precio, la desinversión ya no es un problema tan grave en España.

## 6. Los niveles de desarrollo de los diferentes mercados de capital privado son diferentes, ¿cómo ve el *private equity* en España y qué perspectivas de futuro anticipa?

Como he comentado en la pregunta número dos, el *PE* en España atraviesa, en la actualidad, una etapa francamente positiva en las cuatro variables más relevantes: levantamiento de fondos, inversión, desinversión y evolución de las compañías invertidas.

Para el futuro, y asumiendo una evolución macroeconómica en línea con la actual y un grado suficiente de estabilidad institucional y regulatoria, hay que

---

suponer que la evolución y desarrollo del *PE* seguirán siendo positivos, habida cuenta del grado de conocimiento del *asset class* que ya existe en el ecosistema empresarial y financiero, y de la esencial función que cumple en el funcionamiento del mercado de capitales.

## 7. ¿Son necesarias algunas transformaciones o adaptaciones del marco legal o institucional que permitan un mayor desarrollo?

Las mejoras jurídicas e institucionales que pueden citarse como susceptibles de facilitar un mayor desarrollo del *PE* son básicamente las siguientes:

- Mejoras en el tratamiento fiscal de las plusvalías de los fondos de *PE*.

Desde la primera regulación de estos fondos a mediados de la década pasada, estas plusvalías están exentas de gravamen –y esto es lo adecuado– pero, desde hace algo más de un año, la autoridad tributaria ha impuesto a los fondos de capital riesgo (FCR) la obligación de tributar provisionalmente sobre dichas plusvalías a medida que se producen y en el ejercicio en el que se producen para, posteriormente, tener que solicitar en la declaración anual del impuesto, la devolución de las cantidades anticipadas. El efecto neto que esto produce es que los FCR acaban financiando sin remuneración durante aproximadamente un año y medio a la Hacienda Pública, con el consiguiente deterioro de sus tasas de rentabilidad.

- Mejora en el tratamiento fiscal del *carried interest* para alinearlo con los países de nuestro entorno.
- Mayor flexibilidad y agilidad de parte de la regulación y de las autoridades regulatorias.
- Mejora de la normativa regulatoria y fiscal aplicables para favorecer la inversión de los fondos de pensiones y las compañías de seguros en el *asset class*.

**Carlos CONTI**

*Inveready Technology Investment Group*  
*General Partner*

“Inveready, a través de sus siete fondos, invierte tanto en *Equity* como en Deuda en compañías tecnológicas con alto potencial y modelos de negocio innovadores. Inveready tiene más de 80 empresas en su cartera que son líderes en sus mercados respectivos. Inveready también invierte en compañías cotizadas en Europa continental con instrumentos híbridos, *cuasi equity*, a través de un fondo especializado”.

([www.inveready.com](http://www.inveready.com))

## CUESTIONARIO

1. Los datos parecen confirmar que el sector de capital privado ha entrado en una fase de crecimiento importante, ¿cómo ve, desde su experiencia, el futuro de la captación de inversión en *private equity*? ¿se consolidará el crecimiento actual?

El capital riesgo es una alternativa necesaria en la cartera de las inversiones del inversor institucional y del gestor de patrimonio privado. Es una inversión que descorrelaciona la cartera del mercado de renta variable y fija. A un mismo nivel de riesgo, hay un mayor retorno. Estos datos, fruto de la mayor diversificación en un activo descorrelacionado, están validados por la European Venture Capital Association (EVCA). Este es el mensaje que llevamos años transmitiendo a los inversores, especialmente a los inversores institucionales. En momentos donde el coste de oportunidad de otras inversiones era menor, también porque el contexto de riesgo era mayor, los gestores podrían encontrar alternativas de inversión con las que estaban más familiarizadas que generaban los rendimientos necesarios para cumplir con sus inversores. Hoy, en un contexto de retornos bajos de la renta fija y una renta variable donde hay dudas sobre su potencial de recorrido, la alternativa del capital riesgo se hace más evidente. Adicionalmente, su naturaleza descorrelacionada se ha hecho aparente en los años de caídas de mercados donde el valor del capital riesgo en las carteras permitía mitigar las pérdidas experimentadas en otro tipo de instrumentos.

---

Esta reflexión hace tiempo que la hicieron los fondos de pensiones, mutualidades, aseguradoras y trusts norteamericanos. Los inversores del norte de Europa poco a poco han creado equipos especializados para poder incluir este tipo de activo en sus carteras, siendo ya un activo establecido. En España también estamos empezando, con varios inversores institucionales siendo más receptivos a incluir este tipo de activo en sus carteras y algunos creando equipos especializados. Esta tendencia inexorable redundará en un incremento significativo del potencial de captación de los gestores de capital riesgo.

Desde un ángulo internacional, España vuelve a estar dentro de las geografías a estudiar por parte de los inversores institucionales. Aquellos que a largo plazo invirtieron en la década 2007-2017 están obteniendo excelentes retornos. Probada esa resiliencia, el atractivo industrial como empresas de base tecnológica se ha visto reforzado.

2. ¿Cómo ha sido la evolución de la inversión en *private equity* en los últimos cinco años? ¿Han cambiado los retos para los gestores? ¿Es suficiente con adquirir la propiedad o los planteamientos pasan por conseguir una transformación de las empresas adquiridas?

Nosotros invertimos en compañías dotándolas de financiación para invertir en desarrollo de productos de base tecnológica, expandirse a nuevos mercados geográficos o lanzar nuevos verticales de negocio. La creación de valor viene dada por el crecimiento de la compañía, generalmente reflejado en una mayor cifra de ventas. El riesgo de la inversión es la ejecución del plan de negocio con el añadido de las incertidumbres propias al lanzamiento de un nuevo producto o entrada en un nuevo mercado. En el *venture capital*, segmento donde nosotros operamos, este enfoque de inversión es la norma.

En el segmento de *Leveraged Buy Outs*, donde operan las gestoras de mayor tamaño, este enfoque está cada vez más presente. Si antes muchas inversiones conseguían su rentabilidad por el propio efecto del apalancamiento –propio del incremento de riesgo introducido en la compañías derivado de este efecto– y el arbitraje de múltiplo objetivo en una estrategia de *buy and build*, hoy los inversores se plantean inversiones en posiciones minoritarias que dotan a sus participadas de liquidez para financiar planes de expansión. Esta creación de valor necesita del apoyo del inversor o de equipos de gestión renovados. Es en este contexto que muchas gestoras han incluido en sus perfiles el rol del *Operating Partner*, reforzando el carácter operativo de la firma y quitando el foco del enfoque puramente financiero de la inversión.

### 3. ¿Es capaz la inversión en *private equity* de capturar las oportunidades que existen en los mercados?

El capital riesgo invierte en compañías no cotizadas. Las compañías no cotizadas están sujetas a los mismos efectos exógenos que las compañías cotizadas. Una depresión en la demanda afectará a empresas de consumo cotizadas y no cotizadas. El inversor puede incluir en su cartera compañías de un sector determinado en el cual ve un potencial de crecimiento invirtiendo en compañías cotizadas.

A diferencia de la inversión en empresas cotizadas, el capital riesgo invierte en compañías en una etapa de maduración empresarial donde aún hay un gran potencial de creación de valor. Las compañías suelen salir a cotizar cuando ya han llegado a una altura y velocidad de crucero, donde hay menos riesgo y, como resultado, menor retorno potencial. El capital riesgo invierte en la ascensión de la empresa a esa altura de crucero, donde puede haber mayores turbulencias y se precise de mayor atención, pero en caso de éxito ofrece mayores retornos.

En particular, las empresas de base tecnológica donde invierten los fondos de *venture capital*, invierten en nuevas tecnologías o aplicaciones que resuelvan problemas concretos. Por poner un ejemplo, Skype era una empresa que mediante el uso de la tecnología permitió a las personas comunicarse por una vía alternativa a las operadoras sin coste. Esta propuesta de valor solucionaba una necesidad concreta y era claramente ganadora. El negocio funcionaría, no exento de riesgos de desarrollo e implementación, independientemente de la evolución del PIB de un país o región en particular o de un contexto geopolítico u otro. De ahí que las gestoras de *venture capital* hacemos aún más evidente esa característica de activo descorrelacionado del contexto de los otros mercados.

### 4. ¿Es la desinversión un problema en este momento para la industria del *venture capital* en España? ¿En el resto del mundo?

Invertir es fácil. Lo difícil es invertir bien. Por lo que la desinversión no es un problema, es una necesidad. Las inversiones realizadas por los fondos que han finalizado su periodo de inversión deben monetizarse. Si no se desinvierte, el inversor en el fondo, el *LP*, no verá cumplido su retorno esperado y no tendrá ni el apetito de (re)invertir en el activo y, de más difícil solución, los fondos para poder desinvertir. Es por esto por lo que los gestores tenemos un enfoque muy importante en desinvertir de manera ventajosa, siendo este uno de los valores diferenciales –el conocido efecto Alpha del gestor y su activo– de un gestor u otro en el segmento de capital riesgo.

---

El *venture capital* en España es un segmento emergente tanto a nivel de empresas como de gestores. Las desinversiones son, por el simple efecto ciclo del gestor emergente, el reto a corto plazo del sector. En Inveready, donde ya hemos cumplido varios ciclos, hemos tenido la suerte de ser muy activos en este aspecto ya que definir las ventanas de desinversión y aprovecharlas es algo que definimos antes mismo de realizar la inversión.

#### 5. Los niveles de desarrollo de los diferentes mercados de capital privado son diferentes, ¿cómo ve el *venture capital* en España y qué perspectivas de futuro anticipa?

El *venture capital* en España ha madurado como segmento de inversión. En dos ciclos de cuatro años hemos visto el panorama inversor completarse con gestoras en todas las etapas, desde la inversión Seed a la ronda B. Esto es de gran beneficio para las empresas de base tecnológica españolas que tienen proveedores de financiación adaptados a sus distintas etapas de desarrollo.

Asimismo, lo que antes era una excepción, la inversión por parte de fondos extranjeros en empresas españolas, es ahora la regla. Las gestoras españolas se han conectado al ecosistema europeo, llevando con ellas a las empresas españolas participadas. Esto ha permitido al sector ser parte de un ecosistema de financiación más amplio, redundando en mayores oportunidades de crecimiento.

Los próximos dos ciclos –ocho años– deben ver como las inversiones realizadas por los fondos internacionales se materializan de forma positiva para todas las partes implicadas consolidando así esta tendencia, que a su vez consolidaría a todo el sector en su tamaño actual. El negocio del capital riesgo es una maratón, lo importante para el sector ahora es saber aguantar el ritmo más que ganar el tiempo parcial. En Inveready estamos ya en el octavo fondo por lo que tenemos esta necesidad de constancia como pilar de nuestro trabajo.

#### 6. ¿Son necesarias algunas transformaciones o adaptaciones del marco legal o institucional que permitan un mayor desarrollo?

La ley del 2005 del capital riesgo supuso un importante impulso para el sector. La ley de 2014 segmentó en las entidades de capital riesgo enfocadas a la financiación de pymes, a las cuales se les dotaba de mayor flexibilidad en los instrumentos financieros que podía ofrecer, y las tradicionales. Esto ha supuesto un apoyo positivo para el sector.

La ley del 2014 también incluía numerosas medidas de control de riesgos y *compliance* que parecían aplicar más a un *hedgde fund* que invierte en mercados cotizados que a una gestora de capital riesgo. Con buen criterio, la ley hacía obligatorio el cumplimiento con estas obligaciones a las gestoras que gestionasen más de 500.000.000 de euros. Al segmento de *venture capital* esto no le afectaba al no contar, aún, con ninguna gestora que gestione ese importe o mayor, siendo en general gestoras que gestionan entre 50.000.000 de euros y 150.000.000 de euros. Para una gestora de este tamaño asumir estas obligaciones adicionales supone un coste inasumible, de ahí el buen criterio del regulador que de hecho viene inspirado por la indicación de la Unión Europea para realizar dicha exención. Desafortunadamente, el regulador indicó que si los inversores de este tipo de vehículos no eran institucionales, una tipología de inversor creciente pero aún insuficiente para lanzar un fondo de *venture capital*, la gestora debía cumplir con esos requisitos pensados para gestoras que gestionan fondos que se cuentan en los billones (americanos) y no millones.

El resultado ha sido una menor capacidad de las gestoras de *venture capital*, aquellas que invierten en empresas innovadoras en sus etapas iniciales, para levantar nuevos fondos lo cual redundaba en una menor financiación potencial que con la ley anterior. Existe la opción de cumplir con estas obligaciones de *compliance*, pensadas para un *hedgde fund* (¿qué riesgo sistémico puede tener un fondo de tecnología para *startups* de 100 mm de euros?) y eso redundaba en tener que subir la comisión de gestión a los inversores para cubrir los sobrecostes ocasionados, haciendo menos atractivo el activo lo cual redundaba en menores fondos levantados y por ende menores recursos disponibles para las compañías de base tecnológicas españolas. En este aspecto, la nueva ley, pensada desde Europa para fomentar el apoyo financiero a pymes innovadoras ha sido claramente pernicioso para estas.

---

**Julia SALAVERRÍA**  
*Ysios Capital Partners*  
*Socia fundadora*  
*Presidenta del Consejo de Administración*

“Ysios Capital es una sociedad gestora de entidades de capital riesgo especializada en inversiones en compañías jóvenes, *early-stage* y *mid-stage*, del ámbito de las ciencias de la vida y, en particular, en biomedicina, diagnóstico y tecnologías médicas. Fundada en 2008, Ysios Capital tiene alrededor de 191 millones de euros bajo gestión distribuidos en dos fondos: Ysios BioFund I (€ 65M), que está en plena fase de desinversión, e Ysios BioFund II Invierte (€ 126M), que a lo largo de 2018 hará su treceava y última inversión. Nuestro objetivo es crear valor ayudando a científicos y emprendedores a superar el reto de transformar el conocimiento científico en una empresa de éxito”.

([www.ysioscapital.com](http://www.ysioscapital.com))

## CUESTIONARIO

1. Los datos parecen confirmar que el sector de *venture capital* ha entrado en una fase de crecimiento importante, ¿cómo ve, desde su experiencia, el futuro de la captación de fondos para iniciativas de *venture capital*?

En los últimos años el sector de *venture capital* en España ha tenido una evolución muy positiva. Los datos provisionales de 2017 apuntan que tanto el volumen invertido (494 m de euros) como el número de inversiones realizadas (519) han seguido creciendo y que los inversores internacionales continúan activos haciendo operaciones en nuestro país. Se han levantado nuevos fondos y se han creado nuevas gestoras.

De este contexto se desprenden buenas perspectivas para la captación de fondos. Las condiciones de los mercados financieros y, en particular, la liquidez y los bajos tipos de interés, son propicios para que los inversores institucionales se posicionen en activos alternativos que les ofrezcan diferenciales atractivos de rentabilidad. No obstante, la mayor oferta de nuevos fondos hace también que los inversores realicen una selección cada vez más exigente y busquen, sobre todo, gestoras que muestren resultados buenos y sólidos en sus fondos anteriores.

Por tipología de inversor, Fondlco Global está jugando un papel fundamental en el apoyo del sector en España, invirtiendo en fondos de los distintos segmentos de *venture capital* y facilitando la creación de nuevos operadores. También el Fondo Europeo de Inversiones ha sido y sigue siendo uno de los inversores de referencia. Pero aún falta una presencia más decidida de los grandes proveedores de fondos que están muy activos en otros países. Los fondos de pensiones, las compañías de seguros, las grandes corporaciones, los fondos de fondos internacionales no terminan de apostar de forma significativa en los fondos de *venture* españoles. En la medida que el *track record* nos acompañe y sigamos demostrando la calidad de nuestro *deal flow*, los inversores institucionales, nacionales e internacionales, reforzarán su presencia en el sector. Y, en este sentido, somos optimistas.

## 2. ¿Cómo ha sido la evolución de la inversión en *venture capital* en los últimos años? ¿Qué retos específicos tiene su sector de actividad?

Ysios Capital invierte exclusivamente en compañías del sector de ciencias de la vida. Hace diez años, en España, no había fondos de *venture capital* especializados en este sector. Las pocas inversiones que se hacían procedían de fondos generalistas que buscaban modelos de negocio similares a los sectores tradicionales, cuando las compañías *biotech* y de tecnologías médicas requieren una aproximación muy diferente. La aparición a partir de 2006 de inversores especializados, con equipos de análisis y de gestión de las inversiones con un alto nivel de capacitación científico-técnica, que conocen cómo se financian estas compañías en otros países, con capacidad de inversión propia y de asumir el rol de inversor líder nacional para atraer a otros inversores internacionales, cambió totalmente el marco de financiación de las compañías del sector de ciencias de la vida en España. En 2018 podemos decir que hay ocho fondos nacionales especializados activos, si bien los tamaños de los fondos y las estrategias de inversión difieren mucho de unos a otros.

El verdadero despegue de la inversión de *venture capital* se produjo a partir de 2015, año a partir del cual se han ido sucediendo rondas internacionales de dos dígitos, lideradas por un VC nacional. A Sanifit (36,6 m de euros, la mayor en la historia del sector *biotech* español) y Minoryx (19,4 m de euros), les siguieron Stat Diagnostica (25 m de euros) y Aelix (11,5 m de euros) en 2016 y Medlumics (34,4 m de euros, la mayor ronda en la historia para una compañía de dispositivos médicos) y Anaconda (15,2 m de euros) en 2017. En los meses que llevamos de 2018, Abac Therapeutics ha cerrado una ampliación de capital de 16 m de euros y prevemos que se den más durante el año.

---

La presencia de inversores internacionales es, sin duda, una señal de la calidad de los proyectos, dado que estos compiten a nivel internacional en la atracción de capital. En este sentido, y basándonos en la experiencia particular de Ysios Capital como líder local, podemos aportar un dato muy ilustrativo: diez compañías españolas, en las que hemos invertido, han multiplicado por 3,4 la inversión de Ysios con capital internacional especializado. Y si bien el dato del importe captado es muy significativo, también hay que tener en cuenta el soporte y valor añadido que supone para las compañías contar en su accionariado con más de un fondo especializado.

Por el lado de las desinversiones, el sector de ciencias de la vida acumula ya casos de éxito para los inversores de VC: la salida a bolsa de Oryzon Genomics, la venta de Progenika a Grifols, la licencia de Palo Biofarma a Novartis de uno de sus compuestos, la reciente venta de Stat Diagnostica a Qiagen, el *turnaround* de Cellerix-Tigenix y el posterior y reciente anuncio de adquisición por parte de Takeda, por citar algunos. Todo ello está contribuyendo a poner las compañías españolas en ciencias de la vida en el radar de los inversores internacionales, cuando hace solo diez años, apenas estaban en el mapa.

Los principales retos a los que se enfrenta el sector de ciencias de la vida, desde el punto de vista de su financiación, son, por un lado, cómo encontrar inversores para los proyectos-empresas en sus estadios más tempranos y, por otro lado, aumentar el tamaño medio de las rondas de financiación. Muy pocos VCs hacen inversiones semilla o presemilla y, en consecuencia, es difícil financiar la ciencia traslacional, que supondría una fuente de calidad de nuevas compañías que, posteriormente, serían atractivas para los VC que sí financian fases de desarrollo algo más avanzadas. Es interesante señalar que en otros países se está empezando a ver un mayor interés por entrar en compañías en etapas tempranas y que las propias empresas farmacéuticas están incorporando a sus carteras desarrollos innovadores de terceros en fases muy iniciales. Estas tendencias pueden suponer nuevas oportunidades para la ciencia básica de calidad que se genera en las universidades y centros de investigación de nuestro país.

Si miramos los tamaños de las rondas de financiación que reciben las compañías de ciencias de la vida españolas en comparación con las de otros países europeos, el *gap* es significativo. Los fundadores y gestores deben ser mucho más ambiciosos al plantear sus planes de desarrollo, siempre que estén avalados por ciencia de calidad dirigida a desarrollar un fármaco, un producto o una tecnología disruptiva con una clara y necesaria aplicación en el mundo sanitario. Si se cumplen estas premisas, no deberían tener problemas para encontrar inversores nacionales y/o internacionales que estén dispuestos a financiar sus planes de desarrollo con los recursos necesarios. Los casos anteriormente citados son muy buenos ejemplos.

Además, estamos viendo como hay emprendedores capaces de liderar compañías, utilizar su red de contactos con inversores de referencia para captar capital nacional e internacional y, llegado el momento, vender la empresa. Pero, las compañías de ciencias de la vida en España tienen todavía que atraer y retener talento para ocupar otros puestos claves: jefes de desarrollo clínico, de operaciones, de producción, financieros con experiencia en VC y salidas a bolsa, desarrolladores de negocio con amplia red de contactos y experiencia transaccional. El sector poco a poco se ha ido profesionalizando, pero sigue siendo una asignatura pendiente. Los casos de éxito recientes y la propia consolidación del sector deberían favorecer la atracción de talento.

### 3. ¿Qué rasgos diferencian la inversión en *venture capital* en el sector *biotech*? ¿Qué características tienen los proyectos que se desarrollan? ¿Existen rasgos diferenciales con otros entornos o países?

El sector de ciencias de la vida tiene unas características especiales, que exigen estrategias de inversión muy específicas y plantean opciones de desinversión muy concretas. Y esto es así tanto en España como en otros países.

La principal característica es que se trata de compañías que desarrollan productos con unos plazos de maduración y llegada al mercado muy largos: entre 10-15 años si se trata de desarrollo de nuevos fármacos. Esto supone que las compañías no tienen ingresos y que requieren unas necesidades de financiación muy importantes, que se van cubriendo con sucesivas ampliaciones de capital.

El inversor de este sector tiene que entender y compartir con la compañía y con otros posibles inversores la estrategia de financiación. Parte de la *due diligence* debe centrarse en medir muy bien los recursos que va a requerir la empresa hasta llegar al punto, o a los puntos, en los que pueda producirse la desinversión para, a continuación, ver como se cubren. Por ello, es muy habitual que en una misma ampliación de capital participe un sindicato de inversores especializados, liderado normalmente por un VC especializado local.

Las coinversiones son, por tanto, un elemento diferencial de las inversiones en ciencias de la vida. En los sindicatos participan no solo VCs especializados sino también, en muchas ocasiones, los fondos corporativos de las grandes multinacionales del sector. Para ellas es una forma de conocer y seguir de cerca el desarrollo de nuevos productos, que una vez que alcancen determinados resultados, pueden ser de su interés y dar lugar a una adquisición estratégica.

---

Las desinversiones, básicamente se producen por dos vías: salidas a bolsa o compras corporativas de las grandes *biotech* o multinacionales del sector. El hecho de que las compañías no generen *cash flow* hace inviable que se den las condiciones para que pueda haber otras vías de desinversión más clásicas, como la sustitución de accionistas o las recompras por parte de los fundadores. Las estadísticas más recientes muestran que, en el año 2016, 14 compañías europeas financiadas con VCs fueron adquiridas y 23 salieron a bolsa. En 2017, el número de IPOs fue similar (23), mientras que las adquisiciones se redujeron a 4. De estas 4, destaca la venta de Ogeda a Astellas por 850 m de dólares, que dio a sus inversores un múltiplo de 12,5x solo con el pago inicial.

#### 4. ¿Es la desinversión un problema en este momento para la industria del *venture capital* en el sector *biotech* en España? ¿En el resto del mundo?

Tal como hemos comentado en la pregunta anterior, en el sector de ciencias de la vida hay, básicamente, dos vías de desinversión: las salidas a bolsa y las compras estratégicas por las grandes *biotech* y multinacionales farmacéuticas.

Si hablamos de salidas a bolsa, España no tiene los mercados adecuados para dar liquidez y proveer de financiación a estas empresas. De hecho, salvo contadas excepciones, como es el caso de Oryzon, que salió al mercado continuo en 2015, y las ocho compañías relacionadas con las ciencias de la vida en sentido amplio que cotizan en el MAB, pocas empresas españolas han optado por las salidas a bolsa. Un caso especial es el caso de Cellerix, que se fusionó con Tigenix, cotizada en el Euronext en Bruselas, y posteriormente salió a cotizar también en el Nasdaq.

Por lo que respecta a las salidas por adquisición, no deberían ser un problema siempre que las compañías donde se invierte desarrollen productos innovadores dirigidos a tratar una verdadera necesidad médica y que a la hora de invertir se haga un análisis exhaustivo del posible universo de compradores y se contraste directamente con ellos su posible interés. En este sector la estrategia *win win* funciona: las compañías y sus inversores saben la hoja de ruta que deben seguir para poder ser adquiridas y las grandes empresas, ávidas de rellenar sus portafolios con nuevos productos innovadores, siguen de cerca la evolución de estas compañías para, llegado el momento, lanzar una oferta o participar en un proceso competitivo. En algunos casos se pueden producir sorpresas que retrasan las salidas, derivadas de cambios en los intereses estratégicos de los compradores naturales. Por ello, por lo general, los inversores suelen tener más de una opción, sin excluir seguir financiando la compañía hasta el siguiente hito de desarrollo.

En los últimos años las compañías farmacéuticas están incorporándose al capital de las *biotech* incluso en fases tempranas, con una clara estrategia *build to buy*, es decir, apoyarles en el desarrollo, para, ya desde dentro, acometer la adquisición. Estos esquemas son muy interesantes para los VCs ya que contribuyen a reducir el riesgo global de su cartera de inversiones y les permite anticipar los eventos de liquidez.

5. Los niveles de desarrollo de los diferentes mercados de capital privado son diferentes, ¿cómo ve el *venture capital* en el sector *biotech* en España y que perspectivas de futuro anticipa?

Todavía queda recorrido para el desarrollo adicional del VC especializado en ciencias de la vida en España. Es de esperar que en los próximos años veamos nuevos fondos, algunos de más tamaño, que puedan consolidar su papel como VCs a nivel nacional e internacional. También deberíamos ver más fondos nacionales invirtiendo fuera de España, ya que es una vía muy importante para luego atraer e invitar a los inversores internacionales para que inviertan en las compañías españolas.

En definitiva, al VC especializado en ciencias de la vida en España le vemos un altísimo potencial, sobre la base de la ciencia de calidad que se desarrolla en nuestro país y la mejora de la calidad de los proyectos y de los equipos. El registro actual de rondas de financiación de importes elevados, la presencia de inversores internacionales, los casos de éxito de compañías que han completado muy satisfactoriamente el ciclo inversión, gestión, desinversión, son hechos que están marcando un antes y un después.



