



Los mercados privados de capitales

Francisco Javier González Pueyo
María José Pérez-Santamarina Atiénzar

Documento de Trabajo n.º 88



Los mercados privados de capitales

Francisco Javier González Pueyo (*)

María José Pérez-Santamarina Atiénzar

Documento de Trabajo n.º 88

Febrero 2025

(*) Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales. Este documento es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Los autores agradecen los comentarios de Eudald Canadell Casanova, Alejandro Marroquín González y Alberto Segurado García.

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Edison, 4
28006 Madrid

Bolivia, 56
080018 Barcelona

Heros, 3
48009 Bilbao

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.
La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de internet en la dirección www.cnmv.es.

ISSN (edición electrónica): 1989-8711

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

Resumen	7
1 Los mercados privados de capitales y de financiación privada y su evolución reciente	11
2 Factores estructurales que explican el crecimiento de la actividad de los mercados privados	19
3 Interconexiones entre los mercados públicos y privados	25
4 Aspectos relevantes del proceso de inversión en los mercados privados	31
5 Aspectos relevantes de los segmentos de actividad de los mercados privados	37
6 Principales características del capital privado en España	49
7 Principales aspectos a considerar por parte de los supervisores	55
8 Los mercados privados y la inversión sostenible	65
Conclusiones	69
Referencias bibliográficas	73

Resumen

En este documento se realiza un análisis de la situación actual y la evolución reciente de los mercados privados de capital y de crédito.

Durante los últimos años y ayudados por un escenario de bajos niveles de tipos de interés, los mercados privados de capital y de crédito han experimentado un crecimiento sostenido hasta alcanzar un volumen global de activos superior a los 14 billones de dólares.

En el presente trabajo se profundiza en los principales factores coyunturales y estructurales que han motivado este crecimiento, incidiendo en la relevancia de la interconexión entre los mercados públicos y privados, en las particularidades de los sistemas de captación de fondos de los mercados privados, sus principales vehículos, sus características de funcionamiento, la segmentación de los activos bajo gestión, y la flexibilidad y ventajas que los mercados privados pueden ofrecer a empresas de las nuevas vertientes económicas.

Cabe destacar que los mercados públicos y privados han estado desde siempre conectados, sin que se trate en modo alguno de segmentos inconexos ni estancos, al aportar los mercados regulados liquidez a las inversiones del capital privado, cuyas mayores gestoras cotizan en bolsas de valores.

Una de las interconexiones más sostenida en el tiempo es el papel de las salidas a bolsa como proceso de desinversión de las aportaciones de capital a las *startups* y compras apalancadas, aunque en los últimos años se ha visto negativamente afectada por la escasez global de ofertas públicas de venta (OPV). De hecho, en el periodo más reciente, las bolsas de valores han creado o reforzado segmentos de contratación dedicados a compañías conocidas como *scale-up* (con un modelo de negocio probado y con crecimientos sostenidos en su facturación), que permiten que el capital privado pueda ir desinvirtiendo y así liberar capital para nuevas inversiones en etapas iniciales.

La interconexión entre mercados públicos y privados de capital también se pone de manifiesto cuando se producen correcciones en las bolsas de valores, al ralentizarse las aportaciones de los inversores institucionales al capital privado, a la vez que se dificultan las desinversiones vía salidas a bolsa y ventas a terceros, que comprometen las nuevas inversiones en *startups* y alargan los plazos de inversión en las compañías.

Desde el lado de las entidades financiadoras de la economía, las interconexiones forman parte de la estrategia corporativa debido a las alianzas y colaboraciones entre gestoras de capital y deuda privada, bancos, compañías de seguros y fondos de inversión, que no se limitan a la comercialización de activos privados. El continuado crecimiento de la captación de fondos por las gestoras de crédito privado ha posibilitado que estas sean las que aporten íntegramente los fondos a los préstamos originados por los bancos, cuyo papel en muchas operaciones se limitaría a la

aportación de su red de clientes con necesidades de financiación. También son frecuentes las tomas de participación del capital privado en compañías de seguros, donde impulsan cambios en la política de inversiones incrementando la exposición a activos privados, que, aunque encajan dentro de los horizontes de inversión más dilatados, exponen a las aseguradoras a un mayor riesgo de liquidez y valoración.

Con respecto a los factores estructurales que han propiciado el aumento de los mercados de capital y crédito privados, por el lado de la oferta, hay que destacar los cambios regulatorios iniciados tras la gran crisis financiera de 2008, que han incrementado los costes de capital para los bancos y especialmente de los préstamos a entidades sin calificación crediticia, desincentivando esta área de crédito, al tiempo que se fomentaba el trasvase de la actividad de los préstamos apalancados desde los bancos a las gestoras de crédito privado. Unido a ello, la mayor disponibilidad de fondos privados ha permitido rondas de financiación de mayores volúmenes y la permanencia en el capital de las compañías hasta que estas alcanzan una mayor madurez, con la consiguiente retención de una parte importante del incremento de valor, al asumir más riesgos en la etapa de desarrollo inicial de la compañía. Las gestoras de capital privado se involucran además en la gestión de las compañías, aportan directivos con elevada experiencia y su horizonte temporal de inversión es más amplio, lo que permite financiar proyectos que requieren mayores periodos de maduración antes de lograr su viabilidad.

Otro de los factores estructurales destacables, esta vez desde el punto de vista de la demanda de capital y financiación, es el hecho de que las empresas de la nueva economía son más reticentes tanto al escrutinio continuado de la valoración de su empresa en las bolsas como a la difusión periódica de información de su modelo de negocio, que contiene un importante componente de propiedad intelectual. A ello se une que, como ha recogido el informe elaborado por Mario Draghi, la financiación bancaria no es la más indicada para favorecer la innovación, puesto que requiere de mayor tolerancia al riesgo y horizontes temporales más largos.

En relación con el segmento específico de las compañías de inteligencia artificial, que, según los datos más recientes, han sido receptoras del 50 % de la inversión en *venture capital* durante el ejercicio 2024, se abre una interesante vía futura de estudio, en la que deberá analizarse si la relevante irrupción de fondos privados ha podido contribuir a alimentar una burbuja en las valoraciones y en la financiación de modelos no viables, o rentabilidades inferiores a alternativas más eficientes.

En el presente trabajo se identifican también las cuestiones a analizar y a seguir por parte de las autoridades supervisoras, en especial en relación con su potencial riesgo sistémico y la comercialización a minoristas, hasta ahora prácticamente ausentes de la actividad en los mercados privados. En ambos casos, el elemento fundamental a considerar es la necesidad de aumentar la transparencia, tanto de las actividades y entidades presentes en estos segmentos del mercado como de los procedimientos de valoración de los activos. En este sentido, es importante insistir en una mejora de las obligaciones de información que afectan a las actividades y actores presentes en este creciente segmento de la actividad financiera, por una parte, y en la necesidad de que las autoridades de supervisión tengan acceso a dicha información y puedan compartirla. En el ámbito de los inversores minoristas, debe reforzarse la formación al inversor, así como la evaluación de la idoneidad de los vehículos ofrecidos, dadas las particularidades de la inversión en activos privados por su menor liquidez y transparencia en las valoraciones.

Se realiza también un breve análisis del capital privado en España, que se pone en relación con el resto de los países europeos. Tanto los niveles de inversión en capital privado en relación con el PIB como su tipología y destino sectorial, con predominancia de la tecnología y la salud, son muy similares a los del resto de países de la Unión Europea (UE), salvo una mayor participación de la hostelería y el ocio. Al igual que sucede en el resto de Europa, el 80 % de las inversiones proviene de gestoras extracomunitarias, que además concentran su actividad en el segmento de las grandes operaciones (100 millones de euros) y en las de *middle market* (5-10 millones de euros). Por su parte, las inversiones de las gestoras españolas de capital privado se dirigen en un 90 % al sector de las pequeñas y medianas empresas.

Por último, se incorpora una sección relativa a la inversión sostenible en los mercados privados y se cierra el estudio con las conclusiones finales.

1 Los mercados privados de capitales y de financiación privada y su evolución reciente

No existe una definición general y consensuada sobre los mercados privados, aunque, de forma general, la literatura se refiere a los mercados privados como aquellos en los que los gestores de inversión alternativa canalizan fondos de inversores —en su mayoría, institucionales— a diferentes demandantes de capitales, mediante instrumentos de deuda o capital que no se negocian en mercados regulados o sistemas alternativos de negociación.

De manera genérica, pueden distinguirse los siguientes segmentos dentro de los mercados privados, en función del tipo de activos gestionados¹: capital privado o *private equity* (PE), *venture capital* o capital riesgo (VC), crédito privado o *private debt* (PD), e inmobiliario o *real estate* (RE). Muchas clasificaciones incluyen además las infraestructuras y otras también los recursos naturales como categorías diferenciadas por sus especificidades.

En las secciones 4 y 5 de este documento, se profundiza en ciertos aspectos destacables del proceso de captación de fondos, sus vehículos y los segmentos de actividad de los mercados privados.

Las principales diferencias entre los mercados de capitales privados y públicos se centran en los siguientes aspectos:

- i) El vehículo principal de inversión en los mercados privados son los fondos cerrados. Estos fondos cerrados tienen un plazo establecido (10-15 años) para captar, invertir, madurar y devolver el capital. Durante este plazo preestablecido, los inversores se comprometen a aportar capital sin poder rescatar sus participaciones².

En consecuencia, *a priori*, las inversiones en los mercados privados son de naturaleza ilíquida, y esta característica es fundamental para evaluar la conveniencia o no de estas alternativas privadas para las inversiones de los minoristas, que hasta ahora han permanecido al margen de estos mercados.

Por otra parte, la existencia de un periodo mínimo de inversión limita la transformación de liquidez (*liquidity transformation*), al estar acompasados el horizonte temporal de los activos incluidos en las carteras y las aportaciones de los inversores, a diferencia de lo que sucede con los fondos de inversión tradicionalmente distribuidos a minoristas por la banca comercial o los gestores de

1 Aramonte y Avalos (2021).

2 En EE. UU. y Canadá se están lanzando desde hace algún tiempo algunas estructuras abiertas, en las que el fondo se mantiene operativo mientras las inversiones de la cartera no se liquiden. Estos fondos abiertos tienen ventanas de liquidez que permiten a los inversores salir al valor neto de los activos o *net asset value* (NAV).

fondos convencionales y, por lo tanto, la posibilidad de salidas masivas de fondos está limitada.

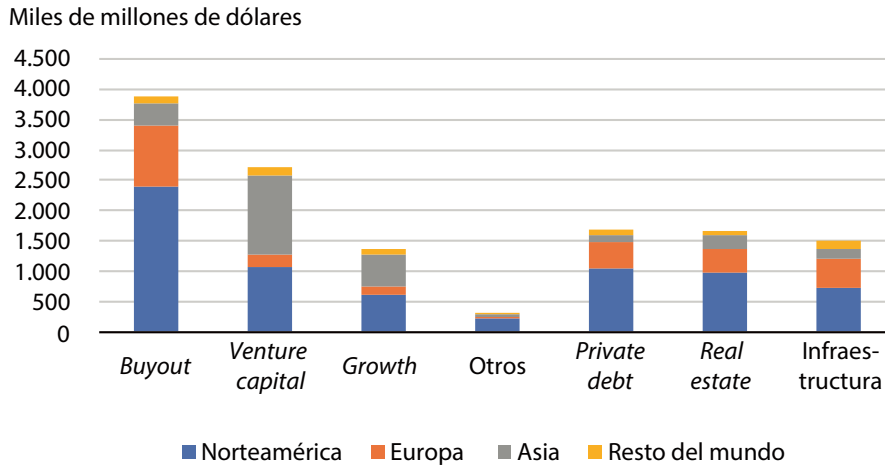
- ii) Las participaciones en el capital y la deuda privados no cotizan en mercados organizados. Las empresas objeto de inversión de los fondos de capital privado y *venture capital* tampoco suelen ser compañías cotizadas, con la excepción de algunas operaciones de compras apalancadas o *leveraged buyout* (LBO), por las que se adquieren empresas cotizadas para sacarlas del mercado mediante opas de exclusión (*public to private*).
- iii) Las empresas no cotizadas participadas por el capital privado no tienen obligaciones de reporte financiero periódico más allá de los requisitos impuestos por la legislación mercantil y los exigidos por los inversores en sus condiciones de entrada.
- iv) Debido a los horizontes de inversión manejados, no se realizan valoraciones a mercado de las empresas participadas por el capital privado (*mark to market*), lo que en principio dificulta el seguimiento de las inversiones y de su potencial rentabilidad, aunque, desde la perspectiva de los gestores y de quienes aportan el capital, ello permite amortiguar la volatilidad en periodos de inestabilidad coyunturales.
- v) Las gestoras de capital privado no suelen estar sujetas a supervisión en muchas jurisdicciones o están sujetas a términos más laxos que las gestoras de fondos de inversión. En España, la CNMV controla la situación financiera y el cumplimiento de coeficientes de inversión de los vehículos de inversión y de las exigencias legales de información pública.
- vi) Los inversores en los mercados privados han sido tradicionalmente grandes inversores institucionales con elevadas capacidades de análisis y acceso a la información. Por tanto, estos inversores profesionales tienen todas las herramientas para analizar la rentabilidad/riesgo de este tipo de inversiones, a las que asignan una parte de sus carteras a efectos de diversificación. Por el contrario, hasta muy recientemente, no había participación de inversores minoristas, estando limitadas las inversiones a importes superiores a los 100.000 euros. En consecuencia, los supervisores financieros deberán prestar especial atención a la participación minorista en los mercados privados, ya que, a pesar de las innegables ventajas de diversificación, este tipo de inversiones pueden no ser adecuadas para todo tipo de inversores por sus particularidades de falta de liquidez y transparencia.

Tamaño y evolución reciente de los activos gestionados en los mercados privados

El gráfico 1 detalla los activos gestionados en diferentes zonas geográficas para cada una de las principales categorías de los mercados privados, separando el capital privado (PE), el capital riesgo, el crédito privado, el inmobiliario y las infraestructuras, de acuerdo con los datos del informe de Mckinsey *Global Private Markets Review 2024*.

Activos gestionados (AuM). 2023

GRÁFICO 1

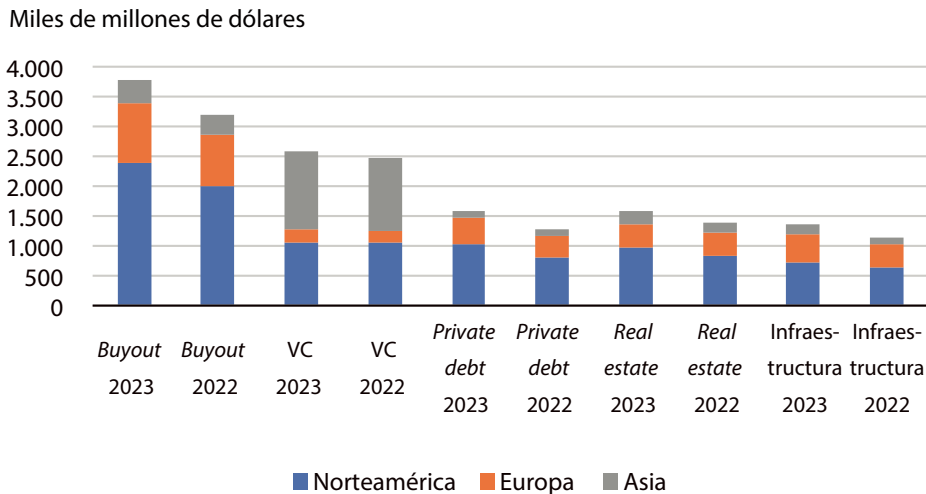


Fuente: Mckinsey.

El siguiente gráfico recoge la evolución de los activos bajo gestión en 2022 y 2023 para las principales categorías de los mercados privados de acuerdo con los datos de los dos últimos informes anuales de Mckinsey. Salvo en el *venture capital*, en el resto de los grupos aumentan los activos bajo gestión pese a disminuir la captación de fondos con respecto a años anteriores, excepto en el caso del crédito privado, para el que aumentaron tanto la captación de fondos como los activos bajo gestión.

Evolución de los activos. 2022-2023

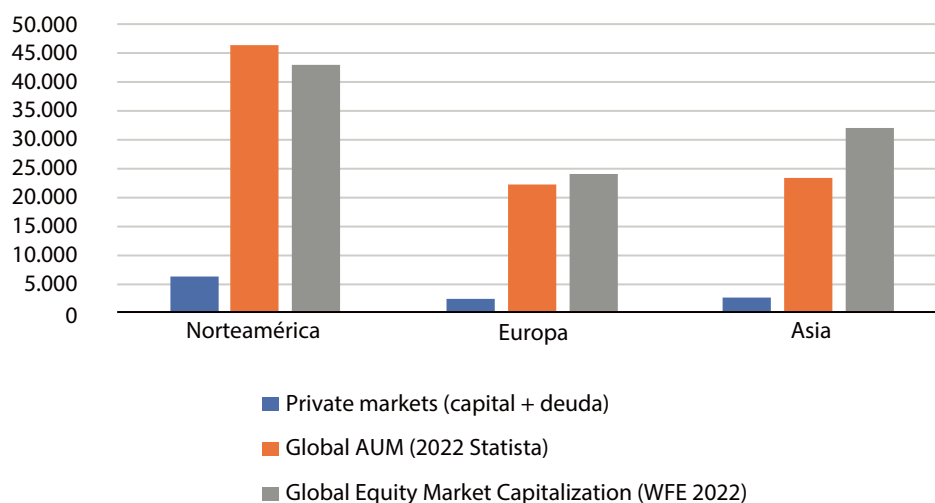
GRÁFICO 2



Fuente: Mckinsey.

El gráfico 3 dimensiona el volumen de activos bajo gestión (AuM) de los mercados privados de capital y deuda y los compara por zonas geográficas con los activos bajo gestión globales (que incluyen fondos de inversión y mandatos discretionales de gestión) y con la capitalización bursátil.

Miles de millones de dólares



Fuente: Mckinsey, Statista y World Federation of Exchanges (WFE).

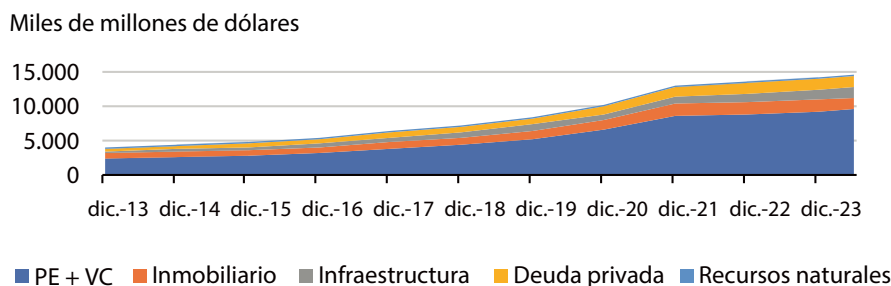
Pese a las muy respetables cifras de crecimiento logradas en los últimos años, el tamaño de los mercados privados presenta un volumen que, siendo superior a los 14 billones de dólares, en relación con las magnitudes del sistema financiero, no parece suponer hoy en día una inminente amenaza de carácter sistémico. Aun así, los supervisores financieros deberán continuar con la vigilancia y reforzar el seguimiento y análisis, especialmente en lo que respecta a los siguientes aspectos:

- i) Los volúmenes de actividad del mercado, en especial la captación de fondos (*fundraising*), inversiones, desinversiones y capital comprometido pero aún no utilizado, o *dry powder* (que a mediados de 2023 ascendía a 3,7 billones de dólares, lo que cubriría 1,6 años de inversiones), así como la evolución de las cifras de activos bajo gestión.
- ii) El tipo de operativa, con el foco en las operaciones de compras apalancadas o *leveraged buy out* (LBO) y con especial incidencia en:
 - a. Cómo y con qué instrumentos o vehículos se financian: *collateralized loan obligations* (CLO), préstamos sindicados, etc.
 - b. Quiénes financian estas compras, con especial atención en la exposición de las entidades de crédito, directamente en los créditos e indirectamente al financiar a la compañía adquirida a través de la compra de CLO.
- iii) Las interrelaciones con las instituciones de crédito, con énfasis en la exposición crediticia de estas con el sector del capital y la deuda privada, como ya viene haciendo el Banco Central Europeo (BCE) desde hace tiempo.
- iv) La comercialización de vehículos de capital y crédito privado a minoristas.

Con respecto a la evolución global de los mercados de capital y deuda privados, el gráfico 4 permite comprobar el importante y sostenido crecimiento registrado en los últimos años, especialmente desde finales de 2016.

Activos bajo gestión (AuM). Global

GRÁFICO 4



Fuente: Prequin.

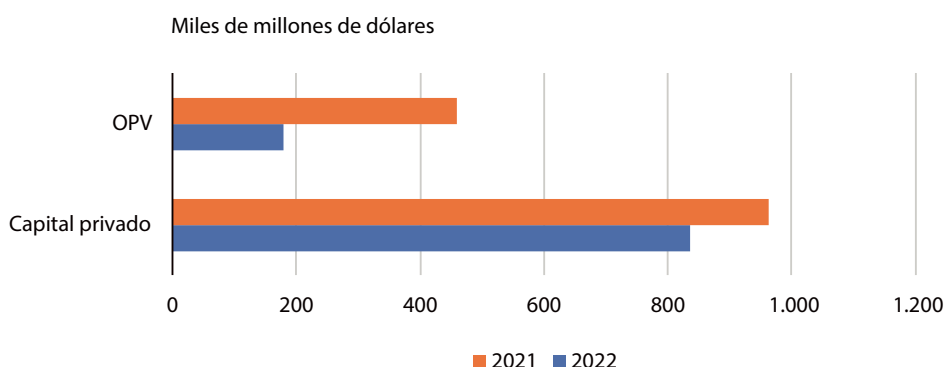
Por volumen, destaca la suma del capital privado o *private equity* y el *venture capital*, con activos bajo gestión que han pasado de los 500 miles de millones de dólares en el año 2000 a los 8,3 billones de 2023. Dentro del segmento del capital privado (más de 5 billones de dólares conforme al gráfico 1), la compra de compañías o *buyout* cuenta con 3,85 billones de dólares de activos bajo gestión (el 47 % del total acumulado por el segmento de *private equity* y descendiendo en importancia desde el 55 % de 2018). Una parte muy importante de estas operaciones de compra están apalancadas; —se trata de las LBO, sobre las que se profundiza en la sección 5 de este documento. Los últimos datos publicados por Prequin en marzo de 2024 muestran unas cifras muy similares a las del cierre de 2023.

Al mismo tiempo, y según un informe de EY³, en el año 2022 las salidas a bolsa de empresas hasta entonces financiadas únicamente por el capital privado y el *venture capital* han registrado su volumen más bajo de los últimos 20 años y han supuesto únicamente el 5 % del total de salidas a bolsa en 2022.

Un dato significativo es que, de acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), desde el año 2005 más de 30.000 empresas han dejado de cotizar en los mercados públicos.

Fondos captados. Global

GRÁFICO 5



Fuente: Prequin y EY.

De acuerdo con los datos de Prequin, en el año 2022 se produjo un importante descenso en el volumen de fondos captados (*fundraising*), que fue especialmente intenso en Europa (-28,2 %), donde hasta entonces se habían registrado 11 años de crecimiento anual continuo. Aun así, 2022 fue el tercer mejor año de la historia en la captación de fondos en el ámbito global (1,2 billones de dólares frente al récord de 1,4 en 2021). En el caso de España, en 2022 la captación de fondos alcanzó la cifra de 2.620 millones de euros, lo que supone una caída del 11 % respecto a 2021. En el año 2023 la captación de fondos según SpainCap se mantuvo en cifras muy similares a las de 2022 y ascendió a 2.606 millones de euros.

En el primer semestre de 2023 y según un informe de Bain publicado en junio de 2024, los problemas para la captación de fondos continuaron, con unas cifras de 517.000 millones de dólares captados, lo que representa un 35 % menos que en el mismo periodo del año anterior. A finales de 2023 la captación de recursos se situó en el nivel más bajo desde 2017, con 1 billón de dólares, un 22 % menos que en el ejercicio previo, lo que muestra cierta recuperación en el segundo semestre del año.

Esta desaceleración en la captación de fondos está relacionada con varios factores, entre los que cabe destacar los siguientes:

- i) Las incertidumbres macroeconómicas y un clima de mayor volatilidad, que desviaron la preferencia hacia activos de menor riesgo.
- ii) El endurecimiento a partir de junio de 2022 de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU., al igual que la seguida por el BCE y otras autoridades monetarias, lo que, unido a las incertidumbres macroeconómicas, motivó que los bancos comenzaran a retirarse de la financiación de operaciones apalancadas. Un entorno de tipos de interés elevados conlleva una disminución de las operaciones y dificulta las desinversiones —especialmente mediante salidas a bolsa— y la captación de nuevos fondos, debido a la existencia de activos alternativos con mayores rentabilidades.
- iii) El llamado *efecto denominador*, debido a la interconexión entre los mercados públicos y privados, y que básicamente implica que las caídas de precios a lo largo de 2022, parcialmente corregida en 2023, en los mercados públicos impactarían en los mercados privados con cierto retraso, durante 2023. Este efecto se desarrolla en mayor detalle más adelante, en la sección 3 de este documento.

En 2023 han continuado las presiones respecto a la captación, inversión y rendimientos iniciadas en 2022 como consecuencia de las cifras de inflación, que, aunque han mejorado con respecto a 2022, se mantienen elevadas en relación con años

anteriores, y los elevados tipos de interés, que siguen encareciendo el coste de la financiación y penalizan la rentabilidad de las operaciones.

Efecto de los tipos de interés

CUADRO 1

	Tipos de interés
<i>Fundraising</i> /captación de fondos	Menor con tipos altos Activos alternativos más atractivos
Operaciones	Menor por: i) Mayor coste de financiación ii) Correcciones valoración cartera
Desinversiones	Menores por: i) Dificultad de salida a bolsa ii) Menores valoraciones cartera que aconsejan mantener para no materializar pérdidas
Crédito privado	Mayores volúmenes por mayores márgenes y restricciones financiación bancaria

En cualquier caso, las cifras de activos bajo gestión de los mercados de capital y deuda privados reportados por entidades como Prequin recogen importes netos —es decir, descontando cualquier financiación externa—, por lo que se desconoce con precisión el apalancamiento empleado por los mercados privados.

2 Factores estructurales que explican el crecimiento de la actividad de los mercados privados

El crecimiento sostenido de los mercados privados no debe justificarse exclusivamente por el entorno de tipos de interés anormalmente bajo experimentado desde la gran crisis financiera y hasta el año 2022. Es cierto que tanto la viabilidad de las operaciones como su propia rentabilidad son muy sensibles a las variaciones en los tipos de interés y que un contexto sostenido de bajos tipos incentiva la operativa de capital privado. Como también es verdad que las operaciones de compra apalancada (LBO) presentan una sensibilidad aún mayor a los niveles de tipos de interés y a las primas de riesgo aplicables por su elevado endeudamiento, por lo que la actividad de este segmento del *private equity* está particularmente ligada al entorno de los tipos de interés.

Aun teniendo en consideración el entorno favorable de bajos tipos de interés en el que se ha cimentado el importante crecimiento de la actividad de los mercados privados, hay indicios de que se trataría de una tendencia estructural, basada en los cambios producidos en varios aspectos del sistema financiero y de sus participantes, que suponen unas condiciones para el sector favorables, sostenibles y que se autorrefuerzan por las ventajas que se perciben en la flexibilidad de las modalidades de financiación privada mediante capital o deuda y por el propio modelo de negocio de la inversión privada, sobre las que se profundiza a continuación.

Comprar para vender vs. comprar para mantener

Uno de los factores más recurrentes y extendidos que se mencionan en la literatura académica, y al que se atribuye buena parte del éxito en la gestión de las empresas participadas por capital privado, es el alineamiento entre los intereses de los propietarios y los del equipo gestor. En muchas ocasiones los directivos de la propia gestora comprometen además una parte de la inversión con su propio capital (1-5 %). Ya en 1989, Michael Jensen⁴ en su artículo anticipaba el «eclipse» de las empresas cotizadas, ya que, en su opinión, las no cotizadas solucionaban las debilidades derivadas del conflicto de intereses entre propietarios y gestores.

Otro factor que explicaría la elevada rentabilidad de las inversiones del capital privado es la *agresiva* utilización de deuda, que incrementa la rentabilidad de los recursos propios empleados en la compra y que, además, se reforzaría con los incentivos fiscales de los gastos por intereses en buena parte de las jurisdicciones en las que el capital privado es más activo. No obstante, la importancia del apalancamiento en la creación de valor del capital privado ha disminuido a lo largo de las últimas décadas desde el 50 % de los años 1980 al 17 % de la década de 2010, según datos

4 Jensen (1989).

de Goldman Sachs, BCG e IESE⁵, en favor de las mejoras operativas en las compañías que incluyen el aumento de los ingresos (orgánico o mediante adquisiciones) y una mejora de los márgenes.

De acuerdo con Barber y Goold⁶ la razón principal se basa en que el capital privado busca una estrategia de «comprar para vender» frente a la estrategia de «comprar para mantener» que se sigue en las empresas cotizadas.

Para los autores, el capital privado tiene como práctica habitual la compra de empresas para gestionarlas y dirigirlas a un periodo de transición que las lleve a una mejora del rendimiento para venderlas posteriormente. Esta estrategia mezcla la gestión de empresas con la gestión de carteras de inversión y es, en su opinión, la razón del éxito del capital privado. Los objetivos de las compras del capital privado van desde unidades/filiales de compañías cotizadas a empresas cotizadas en su totalidad.

En el caso de EE. UU., además, el capital privado cuenta con una ventaja fiscal al vender las empresas que ha adquirido: no tributa por las plusvalías al tener estatus de *private partnership*, mientras que las empresas cotizadas, cuando venden una unidad o filial, tributan en el impuesto de sociedades. Un reciente estudio de Phalippou (2024) estima en 1 billón de dólares las comisiones de gestión obtenidas desde el año 2000 por las gestoras de capital privado mediante una modalidad conocida como *carried interest*, que tributa como ganancias de capital a largo plazo y no como ingresos del ejercicio, lo que rebajan su impacto fiscal.

El aumento de los fondos privados disponibles

El aumento en la captación de fondos por las gestoras de capital privado, favorecido por un largo periodo de bajos tipos de interés, ha permitido cubrir más y mayores *rondas de financiación* y posponer las salidas a bolsa de las empresas objeto de inversión. Se posibilita de esta manera una fuente de financiación de las empresas a lo largo de todo su ciclo de creación de valor, bajo los mismos criterios y dentro de un ecosistema muy consciente de las particularidades de los modelos de negocio.

Uno de los ejemplos es el caso de Uber, que logro captar 25.000 millones de dólares desde 2009 a 2019, mientras que Facebook *solo* consiguió 2.200 millones desde 2005 hasta la OPV en 2011.

En EE. UU., el resultado ha sido un descenso en el número de OPV pero, al mismo tiempo, el valor de las empresas que han salido a cotizar era mayor, al ser compañías con un modelo de negocio ya muy consolidado (y con un menor recorrido potencial en términos de crecimiento de valor).

Las gestoras de capital privado llevan años juntando recursos y colaborando para tener acceso a operaciones de mayor volumen mediante los denominados *club-deals* con una operativa de funcionamiento similar a la sindicación de préstamos. Los *club-deals* tuvieron un pico de actividad en los años anteriores a la gran crisis financiera, para reducir considerablemente su operativa en los ejercicios posteriores,

5 Moonfare (2023).

6 Barber y Goold (2007).

llegando a cifras mínimas en 2013. En el periodo de bajos tipos de interés volvieron a resurgir los *club-deals*, que posibilitaron las operaciones de adquisición de mayor volumen incrementando, según datos de Bain & Company, tanto el número de operaciones de gran volumen como su importe medio, superior a los 1.000 millones de dólares.

Los demandantes de los sectores emergentes de las nuevas áreas de la economía

Los demandantes de crédito y capital de los sectores de la tecnología, en los que la participación del capital privado es muy importante, parecen favorecer esta alternativa de financiación por su flexibilidad. Se trata de empresas con un elevado componente de innovación y, en consecuencia, con una volatilidad e incertidumbre considerables en sus cifras de negocio y rentabilidad esperada, lo que complica la entrada de la financiación bancaria altamente regulada y penalizada en consumo de recursos propios en este tipo de operativa. Es por ello que la innovación, además de otros factores conocidos como los clústeres junto con universidades de primer nivel, suele estar financiada por la denominada *market-based* vía emisiones de bonos (complicadas sin un historial de calificación crediticia) y por la vía del capital y, recientemente, deuda privados.

Brau y Fawcett (2006) señalan que el principal motivo de los directivos de las empresas para no salir a bolsa es el de mantener el poder de la toma de decisiones y la propiedad de la compañía. En el caso de la financiación vía deuda, las empresas prefieren las soluciones a medida, la certeza en la concesión del préstamo —al no depender del mayor número de participantes de los préstamos sindicados— y el establecimiento de relaciones a largo plazo con los prestamistas.

Así se puso de manifiesto también en un encuentro del Advisory Committee on Small and Emerging Companies, en el año 2017 en la Securities and Exchange Commission (SEC), en el que se observó que los fundadores de las nuevas empresas priorizan el control y la flexibilidad que les permite la financiación privada, aparte de la posibilidad de asumir riesgos en sus modelos de negocio sin el escrutinio continuo de los inversores en los mercados de valores.

Por otra parte, la menor actividad de los bancos en la financiación de las pymes (que se desarrolla en el siguiente epígrafe) ha desplazado parte de esta operativa a los mercados privados, que sí han proporcionado los fondos que necesitaban a estas compañías de la nueva economía. Como destaca BlackRock⁷, hay un cambio estructural en los mercados públicos, que tienen un foco mayor en las grandes operaciones de financiación, lo que deja a las medianas empresas fuera del mercado. Es el caso de los préstamos sindicados, cuyo crecimiento desde la crisis financiera se ha sustentado en operaciones de mayor valor (operación media de 400 millones de dólares en EE. UU.), lo que ha supuesto una barrera de entrada a las pymes, como demuestra el estancamiento de los préstamos sindicados inferiores a 50 millones de dólares desde 2008.

En un marco de incremento de los tipos de interés, también podría verse reducida la actividad crediticia de los bancos respecto de las inversiones con riesgo en este

7 BlackRock (2023).

tipo de compañías, contribuyendo de igual manera a la expansión de la financiación privada.

Los cambios normativos en la banca

Las modificaciones regulatorias iniciadas tras la gran crisis financiera han penalizado el consumo de recursos propios de la actividad tradicional de préstamos, especialmente a empresas sin calificación crediticia. Estos mayores costes de capital regulatorio de la banca han rebajado su actividad en segmentos de pymes, lo que ha incentivado la entrada de crédito privado para estas últimas.

El informe *The future of European competitiveness* (2024), liderado por Mario Draghi, reconoce que la financiación bancaria, que en Europa sigue suponiendo una parte mayoritaria de la financiación a las empresas, no es la más indicada para favorecer la innovación, que, como apunta el informe, requiere inversores «pacientes y tolerantes al riesgo» frente a los bancos, que operan como una importante carga de regulación prudencial.

Dentro del segmento del crédito privado, en EE. UU. las razones del crecimiento pueden explicarse, según el informe de Ares⁸, por los cambios tanto en la estructura competitiva del sector bancario como en la regulación aplicable. Desde mediados de los años 90 se produjo un proceso de concentración bancaria que dio lugar a bancos de mayor tamaño que centraron su actividad crediticia en las grandes empresas en detrimento de las pymes. Adicionalmente, los cambios regulatorios iniciados tras la gran crisis financiera desincentivaron la actividad de financiación de activos ilíquidos, y se aceleró el cambio del modelo bancario de financiación tradicional de «comprar para mantener», en el que los bancos se financiaban con depósitos para prestar a largo plazo, al de «originar para distribuir», en el que los bancos actúan como intermediarios entre los demandadores de crédito y los financiadores, articulando esta intermediación mediante la emisión de activos en los que se *empaquetan* y estructuran los diferentes créditos.

En el caso de los bancos de EE. UU., se ha producido un descenso continuado en el porcentaje de la cartera de créditos industriales y comerciales desde niveles superiores al 26 % hasta el 15 % actual, con caídas más acusadas tras la implementación de la Ley Dodd-Frank (2010) y Basilea III (2014).

Los requisitos de información para las empresas cotizadas

Las modificaciones regulatorias han afectado no solo a los requisitos de solvencia, sino también a los de información de las sociedades cotizadas en bolsa. Estos requisitos de información, necesarios para la toma de decisiones de inversión, suponen un coste elevado en cuanto a tiempo y recursos para las empresas cotizadas. En el caso de las empresas tecnológicas, muchas de ellas son reticentes a detallar sus modelos de negocio en las primeras etapas de maduración.

En el caso de EE. UU., la National Securities Markets Improvement Act (NSMIA), de 1996, de acuerdo con Ewens y Farre-Mensa (2019⁹), posibilitó la captación de mayores volúmenes de fondos a las *startups* y fondos de capital privado, al expandir el número de inversores y los estados a los que podían acudir.

La existencia de inversores activistas en los mercados públicos, que puede interferir en la gestión de empresas cuyos modelos de negocio, por su novedad, requieren estabilidad y confidencialidad hasta la confirmación de su viabilidad, es otro aliado para el recurso a los mercados privados en detrimento de los públicos.

Como sucede en todos los segmentos de los mercados de capitales, unas valoraciones *mark to market*, muy alejadas de los valores razonables por fundamentales, suponen además de un potencial riesgo un freno significativo a la expansión sostenible de la actividad ante la salida precipitada de inversores.

Las propias gestoras de capital privado no ocultan su preferencia por sacar de los mercados regulados a las empresas cotizadas objeto de compra para centrarse en la estrategia de gestión sin estar sujetos a las variaciones diarias de precios. Es el caso, por ejemplo¹⁰, de la opa de Manzana Spain Bidco (indirecta e íntegramente participada por los fondos Apollo) sobre el Grupo Applus, tal y como pone de manifiesto la descripción de la finalidad de la operación (capítulo 4.1 del folleto).

Algunos autores señalan que las empresas en las que existe un importante componente de activos intangibles, sobre todo de propiedad intelectual, son más reacias a las obligaciones de reporte periódico por considerar especialmente sensible su modelo de negocio y prefieren mantenerlo aislado del reporte a terceros. Empresas con valoraciones de decenas e incluso centenas de millones de dólares como ByteDance (plataforma de contenido), OpenAI (inteligencia artificial), Stripe (pagos) y SpaceX (aeroespacial) no han salido aún a bolsa.

Creación de valor en mercados privados. Reducción de las salidas a bolsa

La reducción continuada y global de las salidas a bolsa observada durante los últimos años ha dificultado, por otra parte, el proceso de desinversión de las gestoras de capital privado. Según datos de PitchBook, las gestoras de capital privado de EE. UU. y Europa mantuvieron la propiedad de sus empresas durante una media de seis años y medio en 2022, frente a poco más de cuatro años en 2000.

El último informe Global Private Equity Report 2024 de Bain & Company estima en 28.000 las empresas que los gestores de capital privado mantienen en sus carteras sin vender, lo que representa unos 3,2 billones de dólares. De estas compañías, el 40 % tiene más de 4 años de actividad, lo que aproxima su plan de venta mediante salidas a bolsa o venta a otros fondos.

9 Ewens y Farre-Mensa (2019).

10 «... el Oferente considera que resulta beneficioso para el Grupo Applus y su equipo directivo que la compañía se excluya de la cotización en la etapa actual, ya que les permitirá centrarse en la implementación de las iniciativas con un enfoque a largo plazo, sin las distracciones generadas por las fluctuaciones de los precios de las acciones cotizadas y sin necesidad de cumplir con las expectativas a corto plazo de los mercados de capitales. En consecuencia, el Oferente promoverá la exclusión de negociación de las acciones de Applus en las Bolsas de Valores».

Como consecuencia de este proceso de extensión de las participaciones privadas y de las propias curvas temporales de creación de valor en las empresas, el capital privado retiene una parte significativa del incremento de valor de las empresas desde su creación hasta su consolidación y posible salida a bolsa. Como se acaba de señalar, esta circunstancia es coherente y está en consonancia con la curva de generación de valor de las empresas recién creadas, en las que el incremento de valor más sustancial se produce en los primeros años, con la forma típica de S invertida. También en este periodo el riesgo de fracaso de la empresa es el más alto y, con ello, el riesgo asumido por el capital privado. Por este motivo no pocos gestores de activos reconocen la necesidad de participar en el capital privado como instrumento para alcanzar los mayores picos de generación de valor de las empresas emergentes. Así, por ejemplo, en noviembre de 2023 el Norges Bank, el banco central de Noruega y gestor del fondo soberano con activos superiores a 1,4 billones de dólares, remitió una carta al ministro de Economía de su país solicitando autorización para invertir en fondos de capital privado de manera habitual (*on a general basis*) pero siempre sujeto a los límites de volatilidad del fondo.

En general, los cambios estructurales se vienen produciendo tanto en los mercados de capital privados como públicos y se retroalimentan entre sí, por lo que algunos aspectos relevantes de la interconexión entre ambos mercados se analizan a continuación, en la sección 3 de este documento.

3 Interconexiones entre los mercados públicos y privados

Antigua economía vs. nueva economía

Las bolsas de valores nacieron en Ámsterdam en el siglo xvii y desde entonces han supuesto una constante fuente de financiación de empresas a través de las salidas a bolsa y ampliaciones de capital. Especialmente relevante fue el papel de las bolsas en la financiación de las empresas de la *antigua* economía surgidas a principios del siglo xx, que dieron lugar a grandes corporaciones con unas necesidades muy elevadas de inversión en capital, imprescindible para permitir las operaciones de fabricación, almacenamiento y distribución de bienes. De acuerdo con Jensen¹¹, los mercados de valores fueron una herramienta que facilitó el proceso de reducción del exceso de capacidad de algunos sectores y la concentración empresarial en la década de los años 80 del siglo pasado mediante compras apalancadas y opas hostiles. Precisamente, en 1988 se produjo la mayor opa hostil registrada hasta entonces (por 25.000 millones de dólares) con la toma de control de RJR Nabisco por el fondo de capital privado KKR.

Las empresas de la *nueva* economía, surgidas a principios del año 2000, lideran la transición hacia internet, las actividades en la red y la denominada *cuarta revolución industrial*. En comparación con las empresas de la antigua economía, estas empresas de la nueva economía, por lo general, incurren en unos costes de venta mucho menores, al contar con un modelo de negocio con unos costes operativos más reducidos como consecuencia de la no necesidad de mantener plantas de producción y redes de distribución, entre otros, a la vez que cuentan con un producto más escalable. La generalización de los servicios en la nube ha permitido a estas nuevas empresas no tener que acometer importantes inversiones en equipos y sistemas.

Puede observarse un cambio muy significativo en las necesidades de capital, que en las nuevas empresas debe dedicarse a las actividades de I+D y, en mucha menor medida, a las inversiones permanentes. Es necesario destacar que, en lo que respecta a las actividades industriales intensivas en capital, tanto Europa como EE. UU. iniciaron un proceso de globalización de las cadenas de suministro y producción, desplazando buena parte de sus actividades manufactureras a Asia y manteniendo en sus países de origen actividades muy concentradas en capital humano y activos intangibles con menor exigencia de capital.

No obstante, hay varios modelos de negocio que basan su éxito en conseguir importantes externalidades de red, lo que requiere inversiones significativas no ya en plantas de producción, sino en *software* avanzado o, como en el caso de Uber, en una flota de aquellos vehículos que mantienen en propiedad y 1.000 millones de dólares en I+D de coches autónomos, y que, mediante sucesivas rondas de financiación, han conseguido cubrir sus necesidades de expansión en los mercados

11 Jensen (1993).

privados antes de salir a bolsa, cuando anteriormente hubiera sido necesario acudir a la financiación en los mercados públicos. Este fue el caso de Amazon, que, para expandir su modelo de negocio y su actividad internacional, requería de importantes inversiones en almacenes logísticos y salió a bolsa tan solo dos años después de su lanzamiento, en busca del capital que en esas fechas no estaba disponible en los mercados privados (anteriormente, en 1995, poco después de su creación, había conseguido cerrar una ronda de financiación A, de Kleiner Perkins Caufield & Byers, por 8 millones de dólares que, tras la salida a bolsa, reportó a esta firma de capital privado en 1999 una rentabilidad del 55.000 %).

También necesitan un volumen importante de recursos las *startups* dedicadas a la inteligencia artificial generativa (*generative AI*), como los modelos de lenguaje de gran tamaño (LLM) de ChatGPT, a consecuencia de los elevados y crecientes requisitos de capacidad de cálculo y datos que las sucesivas versiones precisan y que Ethan Mollick de Wharton estima en 1.000 millones de dólares para las próximas versiones, desde los 10 millones que se requerían en 2022.

La reciente irrupción del chat de inteligencia artificial DeepSeek, en enero de 2025, causó un enorme impacto mundial y llegó incluso a cuestionar los modelos de desarrollo de inteligencia artificial de EE. UU., muy intensivos en capital, y que en el último trimestre de 2024 captaron el 50 % de las inversiones globales de *venture capital*. Se abre una interesante vía futura de estudio para analizar si, en alguna medida, la irrupción del capital privado en el sector de la inteligencia artificial podría haber ayudado a generar una burbuja tanto en las valoraciones como en proyectos potencialmente no viables o con rentabilidades inferiores a otras alternativas más eficientes, sustentados por la amplia disponibilidad de fondos privados. Las gestoras de capital privado y *venture capital* están invirtiendo en toda la cadena de valor de la inteligencia artificial, incluidos los centros de datos y servicios en la nube. En un modelo de negocio como el de la inteligencia artificial, que hasta la llegada de DeepSeek se consideraba con unos costes de desarrollo crecientes, la dependencia del capital privado podía suponer un problema potencial ante una menor afluencia de fondos.

Representatividad de la nueva economía en los índices bursátiles

La mayoría de los índices bursátiles de referencia mundiales tienen como valores constituyentes compañías de los sectores *tradicionales* (banca, seguros y energía), como el caso del Ibex 35, con un mayor peso de los servicios financieros (28 %) y del petróleo y la energía (23 %), junto con la tecnología y las telecomunicaciones (15 %). Esta circunstancia puede limitar la asignación de activos por parte de los gestores de inversión que necesiten exposición a los sectores de la nueva economía. En la bolsa de Londres, el índice FTSE 100 tiene también un componente importante de empresas de la vieja economía, como la minería y la energía.

La bolsa como vehículo de desinversión e inversión del capital privado

Los mercados de capital privados tendrían muy difícil mantener su ritmo de financiación sin la presencia de los mercados públicos (bolsas de valores) y la interconexión con estos, que, junto con la venta a otras entidades y el mercado secundario, constituyen la vía de salida natural de las inversiones.

Salvo en contadas ocasiones, el fin último de la mayoría de las compañías respaldadas por capital privado era la salida a bolsa (a los diferentes segmentos en función de su capitalización potencial) o la venta a una empresa cotizada de mayor tamaño. Es cierto, no obstante, que en los últimos años la existencia de un mercado secundario y la abundancia de capital privado por la llegada de fondos en busca de rentabilidades ha permitido a las nuevas empresas quedarse más tiempo en el ámbito privado.

Uno de los aspectos más destacados de la última década, en relación con la interrelación entre los mercados privados y públicos de capital, es el diferimiento en los procesos de salida a bolsa, especialmente de las empresas tecnológicas. De acuerdo con Mckinsey¹², con anterioridad a 1999 las compañías de *software* salían a bolsa mediante una OPV dentro de los cuatro años posteriores a su creación. A partir de 2014, las empresas tecnológicas que debutaban en los mercados regulados contaban con una media de 11 años desde su creación. Además, más compañías alcanzan los 1.000 millones de dólares de valoración (*unicornios*) antes de salir a bolsa.

Este diferimiento en la salida a bolsa en EE. UU. ha sido posible por dos motivos principales: i) una modificación normativa en el año 2012 (US Job Act) que elevó de 500 a 2.000 el número de inversores de una compañía que obligaría su salida a bolsa y ii) un incremento constante de los fondos privados disponibles. A todo esto hay que añadir que permanecer en los mercados privados permite a las empresas de tecnología centrarse en su estrategia de negocio a largo plazo, sin la presión del escrutinio público de sus resultados a corto plazo y sin tener que detallar aspectos clave de su negocio que suponen buena parte de su ventaja competitiva, lo que les posibilita quedar al margen de opas hostiles y de la irrupción de inversores activistas.

Sin embargo, el retraso en las salidas a bolsa coincide con unas mayores valoraciones de las compañías, que han limitado el éxito de las posteriores OPV al realizarse a precios con poco recorrido alcista. Conviene recordar que la famosa burbuja *punto.com* del año 2000 tuvo una mayor incidencia en las empresas cotizadas en mercados regulados de telecomunicaciones que en las de internet. Las altas valoraciones actuales se producen en el mercado privado y, como se ha comentado antes, dificultan no solo el éxito de las salidas a bolsa, con el consiguiente peligro de desincentivar a futuros inversores, sino que también las últimas rondas de captación de capital privado resultan poco atractivas para nuevos inversores, por la menor rentabilidad potencial.

Desde la perspectiva negativa, la falta de salidas a la bolsa española de empresas tecnológicas es consecuencia de la cautela mostrada por los fondos privados ante las malas perspectivas de las OPV, especialmente aquellos que invierten en las fases más tardías, que son los que deberían sacar a cotizar a las empresas. Esta disminución en las desinversiones (*exit*) por falta de salidas a bolsa ralentiza las inversiones en las rondas posteriores de financiación, en un efecto de vasos comunicantes que pone de manifiesto de nuevo estas interconexiones entre los mercados públicos y privados. En los últimos años el mayor número de OPV retiradas (*IPO withdrawals*) se ha producido en los sectores de la tecnología y las

12 Erdogan *et al.* (2016).

ciencias de la salud y refleja la falta de alineamiento entre las valoraciones de las empresas candidatas y los potenciales inversores.

Por el lado de la inversión del capital privado, las bolsas ofrecen buena parte de las empresas objetivo de operaciones de compra apalancadas, que, en muchos casos, acaban con la exclusión de la bolsa. En el caso de la bolsa española, el ejemplo más reciente de los efectos de esta interconexión entre el capital privado y los mercados regulados es la opa de exclusión lanzada el 30 de junio de 2023 por el fondo de capital privado estadounidense Apollo sobre el 100 % de la empresa Applus+, valorada en 1.226 millones de euros. En los últimos años, BlackRock adquirió Hispania y la excluyó en 2014. En 2015 Brookfield compró Saeta Yield. Un consorcio en el que se encontraba el fondo EQT adquirió y excluyó de bolsa a Parques Reunidos y Solarpack. KKR adquirió Telepizza en 2018 y en el 2020 la excluyó de negociación.

El atractivo de las bolsas de EE. UU.

Otro aspecto a considerar es la creciente importancia del atractivo del Nasdaq y de NYSE, especialmente para las empresas europeas con un tamaño crítico, para salir a cotizar. Muchas de estas compañías están participadas por gestoras de *private equity* de EE. UU., que prefieren un entorno post OPV en el Nasdaq o NYSE y cerca de las fuentes de liquidez. London Stock Exchange ha perdido, tan solo en 2024, 88 compañías cotizadas, algunas de las cuales han sido adquiridas por gestoras de capital privado y otras han pasado a negociarse en EE. UU.

Un ejemplo reciente es la salida a bolsa de la fabricante de chips británica ARM en NYSE, con una sobredemanda de cinco veces.

El efecto denominador

Una consecuencia de la de interconexión entre mercados públicos y privados es el conocido como *efecto denominador*. Para comprenderlo, es necesario considerar que los inversores institucionales asignan un porcentaje de su cartera a la inversión alternativa y a activos no cotizados, y otro porcentaje a los activos en mercados regulados, para diversificar sus carteras, y su objetivo es mantener en el tiempo esta proporción.

Cuando se producen correcciones importantes en los precios de los activos cotizados en mercados públicos, su porcentaje de asignación con respecto a los privados disminuye, lo que ocasiona una sobreexposición de estos últimos, ya que sus precios, por su iliquidez, se actualizan con un retardo (*lag*) con respecto a los mercados públicos, mientras que las revaluaciones en los mercados públicos, por su liquidez, son inmediatas (*mark to market*).

De este modo, a lo largo de 2022, las caídas de precios en los mercados públicos fueron superiores a las reconocidas en los mercados privados, lo que dio lugar a una sobreponderación de los mercados privados en relación con los públicos y, dada la dificultad de venta de las participaciones, para recuperar los porcentajes objetivo de inversión entre mercados públicos y privados, el ajuste se produjo ralentizando las nuevas aportaciones de fondos privados durante 2023, hasta que los inversores hubieran recuperado el equilibrio entre los porcentajes de inversión asignados a los mercados públicos y privados.

Mercados de *scale-up* en los mercados regulados

Las *scale-up* son compañías con un modelo de negocio probado, con un crecimiento del 20 % anual en los últimos 3 años y con una facturación mínima de 1 millón de euros o una inversión de al menos esa cantidad. Cuando la valoración de las *scale-up* supera los 1.000 millones de dólares se las denomina *unicornio*. Son empresas fundamentales en innovación y creación de empleo.

Se estima que existen 1.200 unicornios en el mundo, de los cuales 700 tienen su sede en EE. UU. (solo en 2021 se crearon 344). Durante 2023 su ritmo de creación habría disminuido hasta alcanzar el nivel más bajo de los últimos 6 años (45 en EE. UU.) con una importante concentración en los últimos meses de empresas de inteligencia artificial. El entorno desfavorable por los mayores costes de financiación se refleja también en las propias valoraciones de las empresas, que han disminuido con respecto a las últimas rondas de financiación. De acuerdo con *The Spanish tech ecosystem report – 2024*, España ocupa el séptimo lugar de Europa, con 18 unicornios.

En un estadio de desarrollo inferior se encuentran los denominados *centauros*, cuya valoración se encuentra entre los 100 y los 1000 millones de dólares. Estas compañías han levantado ya una denominada serie B, en la que pueden captar entre 20 y 30 millones de euros, y normalmente han podido tener entre 2 y 3 rondas de financiación anteriores. En España, entre 2020 y 2023 se estima que 50 compañías han recibido rondas de financiación de más de 20 millones de euros y podrían considerarse centauros.

El informe sobre la competitividad de Europa elaborado por Mario Draghi en 2024 destaca que muchas empresas europeas prefieren buscar financiación de los fondos e inversores de *venture capital* estadounidenses para, de esta manera, también tener acceso al mercado de EE. UU. Según el informe Draghi, entre 2008 y 2021 el 30 % de los unicornios europeos relocalizaron sus sedes en EE. UU.

En España se estima que existen unas 450 *scale-ups*, según el Observatorio de Startups de la Fundación Innovación Bankinter, de las cuales 9 tendrían una valoración superior a los 1.000 millones de dólares (unicornios, concretamente: Jobtalent, Devo, Fever, Cabify, Travelperk, Domestika, Recover, Copago y Factorial). De los otros 3 antiguos unicornios, Idealista fue adquirida en el año 2020 por el fondo EQT por 1.300 millones de euros para venderlo en junio de 2024 a Cinven por 2.900 millones y Glovo fue comprada en 2023 por 780 millones de euros por Delivery Hero, mientras que Wallbox ha sido el último unicornio en salir a bolsa. Otras operaciones relevantes fueron las de Adamo, compañía de internet y fibra óptica adquirida por 800 millones por Ardian, y Rastreator, adquirida en 2020 por un importe de 560 millones de euros por Red Ventures.

En el Reino Unido existen unas 34.000 empresas que pueden clasificarse como *scale-ups* y que contribuyen al PIB prácticamente en la misma cuantía que 6 millones de pymes de menor tamaño. Estas empresas *scale-ups* están decidiendo entre permanecer en el ámbito privado o salir a bolsa, aunque más tarde de lo que venían haciéndolo históricamente. Las *scale-ups* basan su decisión en función del ciclo de crecimiento en el que se encuentran, el tipo de inversores que quieren captar y sus planes de desarrollo.

Para facilitar la transición del ámbito privado a la bolsa de las *scale-ups* existen varias iniciativas de los mercados regulados.

Una de ellas en España es BME Scale, un mercado que funciona como un sistema multilateral de negociación (SMN) enfocado a facilitar la cotización de las *scale-ups* que no podrían acceder al mercado BME Growth, pero que de esta manera tendrían la oportunidad de salir a un SMN.

London Stock Exchange (LSE) ha lanzado una iniciativa conocida como *intermittent trading venue*, por la que se permite a las compañías *scale-up* permanecer sin salir a bolsa, pero ofreciendo ventanas de liquidez a sus accionistas en periodos determinados mediante los sistemas de negociación de la bolsa de Londres, con límites de precios y volúmenes. En esos periodos de liquidez, exclusivamente los inversores profesionales tendrían la información y protección asimilables a los mercados regulados, pero sin que los gestores de la empresa estuviesen comprometidos a un calendario de salida a bolsa. En estas ventanas de liquidez los inversores iniciales, como accionistas y fondos de *private* y *venture capital*, pueden salir de las inversiones a la vez que facilitar la entrada de nuevos inversores, pero no funcionaría como un mercado primario para la captación de nuevos fondos.

En 2014 se lanzó el Nasdaq Private Market, una plataforma de negociación aprobada como sistema multilateral en el que inversores pueden comprar y vender acciones de compañías no cotizadas.

Gestoras de capital privado que salen a bolsa y posibles movimientos de consolidación

Varias de las mayores gestoras de capital privado ya cotizan en bolsa. Es el caso de Blackstone Group Inc. (BX), valorada en 138.000 millones de dólares; Apollo Global Management (APO), valorada en 52.000 millones de dólares; KKR & Co. Inc. (KKR), valorada en 68.000 millones de dólares, y Carlyle Group Inc. (CG), valorada en 13.000 millones de dólares. En Europa, CVC Partners comunicó el 15 de abril de 2024 su intención de lanzar una OPV en Euronext Amsterdam por un importe aproximado de 1.250 millones de euros.

En un contexto de tipos de interés más altos, se dificulta tanto la captación de nuevos fondos (*fundraising*) como la búsqueda de nuevas operaciones de compra de empresas, lo que puede concentrar la actividad de la industria en las mayores gestoras o las de mayor éxito, sin descartar un posible proceso de concentración, para buscar economías de escala.

Hay algunos indicios que permiten intuir este posible proceso de concentración en Europa. Si bien solo en el primer semestre de 2023 la captación de fondos de las gestoras de capital privado en Europa ha captado 49.000 millones de euros, mientras que en todo el ejercicio 2022 ascendió a 68.000 millones, el 20 de julio de 2023, CVC Partners logró el mayor volumen captado por un fondo de *buyout* de la historia con 26.000 millones de euros, y en ese mismo mes, Blackstone superó por primera vez 1 billón de dólares en activos bajo gestión. Sin embargo, lo cierto es que esta captación de fondos se concentra en los denominados *megafondos* (aquellos que captan más de 5.000 millones) y concretamente en 2 entidades, Permira (con 16.700 millones) y CVC Capital Partners (con 26.000 millones). Esta tendencia a la concentración en la captación de fondos en las gestoras de mayor tamaño se inició en 2022 y se mantuvo en 2023, año en que las 25 mayores gestoras captaron el 41 % del total de fondos de acuerdo con datos de McKinsey & Company.

4 Aspectos relevantes del proceso de inversión en los mercados privados

La creación del vehículo de inversión

Existen dos alternativas para la participación en los mercados privados:

- i) La entrada a través de fondos gestionados por los *general partners* (GP), con una estructura de comisiones similar a la de los *hedge funds* (2 % gestión + 20 % de las rentabilidades *carried interest*¹³).
- ii) La coinversión, en la que los inversores participan con los gestores directamente sin pagar comisiones de gestión.

Fondos gestionados por *general partners* (GP)

A diferencia de lo que sucede con los fondos de inversión abiertos, las aportaciones realizadas a los fondos de capital privado incluyen cláusulas que especifican un periodo de tiempo, generalmente de 10 a 15 años, durante el cual el gestor (*general partner*) identificará las oportunidades de inversión, las gestionará y finalmente las liquidará en los mercados secundarios, a otros inversores o mediante salidas a bolsa o reconocerá las posibles pérdidas. Los primeros 5-6 años corresponden al periodo de inversión del fondo durante el cual los gestores pueden requerir el capital comprometido por los inversores que aún no ha sido desembolsado (*capital call* o *draw down*). Se conoce como *dry powder* al capital comprometido (*committed*) por los inversores (*limited partners*) pero que aún no ha sido invertido (*unallocated*) por los gestores (*general partners*).

Pasados estos primeros 5-6 años, los gestores, en condiciones normales, no suelen requerir más capital salvo para el pago de comisiones o gastos y el seguimiento de inversiones ya iniciadas. Tan pronto como las inversiones concluyen, ya sea por venta o por salidas a bolsa, el capital obtenido y los beneficios son distribuidos a los inversores. Por tanto, en este proceso tanto las diferentes aportaciones del capital comprometido como las devoluciones de este por liquidación están completamente en manos de los gestores y fuera del control de los inversores, que no pueden manejar los tiempos de inversión/desinversión.

El proceso de captación de recursos en los mercados privados, especialmente en los segmentos de capital privado y *venture capital*, viene funcionando de la siguiente manera. Inicialmente, hay un periodo de entre 12 y 18 meses durante el cual se

13 En España con la ley de *startups*, el *carried interest* se considera como un rendimiento del trabajo que deberá integrarse en un 50 % de su importe en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), no quedando sujeto a tributación el 50 % restante. En EE. UU., el 20 % de comisión por rentabilidad de las inversiones tributa como ganancia de capital en lugar de como ingreso ordinario al considerarse *carried interest*, lo que supone una rebaja en la tributación.

produce la captación de fondos (*fundraising*). El inversor o *allocator*¹⁴ se compromete frente al fondo cerrado a aportar una determinada cantidad de capital (*commitment*) que no se desembolsará hasta que la entidad gestora identifique oportunidades de inversión. Este compromiso de capital convierte al inversor en *limited partner* (LP) mediante la firma de un acuerdo de asociación limitado (*limited partnership agreement*), mientras que el gestor de los activos asume el papel de *general partner* (GP). Es norma habitual que los gestores inviertan también en el fondo, generalmente un 1 % —que en los últimos años se ha incrementado hasta un 2-3 %—, lo que supone un alineamiento entre los objetivos de inversores y gestores.

Co-investment

Mediante las *co-investment* los inversores participan directamente y de manera conjunta con los gestores en los diferentes proyectos, sin hacerlo a través de un fondo constituido. De esta forma, los inversores, que en esta modalidad de *co-investment* son mayoritariamente *family offices*, acceden a proyectos de manera individualizada, lo que les permite mayor control de los fondos asignados.

Esta última alternativa es hoy en día muy minoritaria (10.000 millones de dólares captados en 2022 frente a los más de 800.000 millones para el global del capital privado).

Inversión por etapas (rondas)

Una de las características distintivas de los mercados de capital privado es la inversión por etapas o en rondas de financiación sucesivas. Es decir, de la misma manera que no se solicita todo el capital comprometido a los inversores, tampoco se suministra a las empresas, especialmente a las *startups*, todo el capital, sino que se realizan estas aportaciones a lo largo de la evolución y desarrollo del proyecto. De este modo, los gestores pueden obtener información, efectuar el seguimiento de la compañía y mantener la opción de abandonar si el equipo directivo no cumple con las previsiones o si el modelo de negocio deja de ser válido por fracaso del producto, servicio o tecnología ofrecidos por la *startup*. Este modelo de inversión por tramos constituye un sistema de control muy potente, ya que los beneficios y expectativas de la compañía pueden analizarse periódicamente, siendo esta periodicidad mayor cuanto más corto es el periodo entre las rondas de financiación.

En las primeras rondas de pequeño volumen, denominadas *pre-seed*, que en España pueden alcanzar los 200.000 euros, intervienen los denominados *business angels* especializados en las fases más tempranas del desarrollo de las *startups* y que invierten su propio capital en carteras reducidas de menos de 5 empresas. La siguiente ronda, denominada *seed*, suele alcanzar en España volúmenes de entre 700.000 y 1 millón de euros y participan, además de los *business angels*, las *family offices* y fondos de *venture capital*. En la siguiente, denominada *late rounds* o *preserie A*, alcanzan entre 2 y 3 millones. Una vez completada esta etapa de financiación temprana, se incrementan las necesidades de recursos y se acude a rondas de mayor volumen de captación, denominadas a partir de la letra A, que ya alcanzan medias de 10 millones de euros y cuentan con una dependencia importante

14 Un agente que quiere colocar fondos y que tradicionalmente es un fondo de pensiones, un fondo soberano, una *family office* o fondos (*endowment*) de universidades.

de los grandes fondos internacionales, especialmente de los estadounidenses, debido a que pocos fondos nacionales superan los 1.000 millones de activos bajo gestión.

Uno de los mejores ejemplos de la financiación por rondas es el de Uber, la empresa de servicios de movilidad que aprovechó las posibilidades que ofrecían los teléfonos móviles para crear un modelo de negocio alternativo al del tradicional taxi. Desde su creación en el año 2009, Uber ha realizado 28 rondas de financiación con las que consiguió captar 25.000 millones de dólares hasta su salida a bolsa en 2019. En cada una de las sucesivas rondas logró captar más capital que en la anterior y con ello financió los elevados costes de establecimiento de la red de coches y conductores en los diferentes países. Uber comunicó sus primeros resultados positivos en el segundo trimestre de 2023.

Dadas las características de cada fase de desarrollo de las *startups*, es habitual que las gestoras de capital privado estén especializadas en cada una de las rondas de financiación, que además implican cantidades crecientes en función de las necesidades de desarrollo. En los últimos años el segmento más competitivo y con mayor número de inversores es el de *late-stage*¹⁵ (pre-OPV). Esta ronda estaba reservada tradicionalmente a las empresas muy cercanas a iniciar el proceso de salida a bolsa, si bien en los últimos años y ante la escasez de OPV se ha centrado en la captación de mayores fondos.

Relación con los inversores

La captación de fondos por parte de los gestores está basada en el establecimiento de relaciones a largo plazo con un reducido grupo de inversores institucionales¹⁶, con una larga tradición de asignación de activos alternativos a sus carteras y con los que tienen intereses alineados, ya que ambas partes invierten en los proyectos. Los principales inversores de capital privado en EE. UU. son los fondos de pensiones, que según algunas estimaciones suponen el 40 % del capital aportado, los fondos soberanos, con una creciente participación, las *family offices* y los fondos de las universidades privadas (*endowments*). Además, durante la última década, la asignación de los inversores institucionales a los mercados privados se ha incrementado hasta un 27 % de sus carteras, 10 puntos porcentuales por encima de las exposiciones medias desde 2013. Los inversores institucionales son plenamente conscientes de las particularidades de la inversión en los mercados de capital y deuda privados, es especial de su iliquidez y riesgos, y por este motivo establecen límites máximos de asignación a estos activos. Esto ha hecho innecesario hasta la fecha el desarrollo de canales de comercialización similares a los de la industria de los fondos de inversión.

Una característica distintiva de los inversores institucionales que participan en los mercados privados es no solo su capacidad de evaluar los riesgos, sino su papel proactivo cuando consideran que las actuaciones de los gestores pueden suponerles potenciales problemas. Un ejemplo que se detalla en la sección 7 es su papel en la muy significativa reducción de la actividad de préstamos sobre el valor de los activos para pagar dividendos experimentada en el segundo semestre de 2023.

15 Gurley (2015).

16 Bain & Company (2023).

Las dificultades en la captación de fondos desde el último semestre de 2022 ha hecho que los gestores de capital privado ofrezcan incentivos a los inversores institucionales, tales como fondos soberanos y de pensiones¹⁷. Estos incentivos incluyen rebajas en las comisiones de gestión e, incluso, participaciones mayores de *co-investment*. En línea con lo anterior y, como se destacará posteriormente en la sección 7, las gestoras de capital privado están adquiriendo participaciones en compañías aseguradoras con el fin de acceder a la gestión de sus activos a largo plazo.

En este entorno actual de menor acceso a nuevos fondos, otra de las alternativas iniciadas por las gestoras es la captación *deal-by-deal*, lo que permite a los inversores institucionales escoger, empresa por empresa, dónde asignar sus fondos con una mejor evaluación individualizada de los riesgos y, además, con unas menores comisiones de gestión.

Ante la dificultad de las salidas a bolsa o venta a terceros observadas en los últimos años y en un entorno de tipos de interés más elevados, una de las operativas utilizadas por parte de los gestores de capital privado para devolver las aportaciones a los inversores de acuerdo con el calendario previsto es el endeudamiento, aportando como garantía la cartera de inversiones, algo que se conoce como *net asset value financing*. De esta manera se incluye una *capa* más de endeudamiento de la actividad, que se añade a la inicial en el caso de las operaciones de compra apalancadas (LBO).

No obstante, la industria del capital privado venía mostrando unas distribuciones —es decir, la devolución de capital a los inversores por salidas de empresas de la cartera— de en torno al 25 % anual del valor del fondo. En 2023, y de acuerdo con el banco de inversión Raymond James, este porcentaje de distribución cayó hasta el 11 %, el más bajo desde 2009, como consecuencia de las ya comentadas dificultades para dar salida a las inversiones de la cartera, ya sea mediante salidas a bolsa o mediante la venta a otras gestoras o empresas del sector. Este bajo porcentaje de distribuciones es similar al registrado durante la crisis de las *punto.com* del año 2000 y la gran crisis financiera de 2007.

Durante ese periodo los inversores no podrían, en teoría, recuperar su capital. Este es uno de los motivos principales por el cual tradicionalmente los inversores en capital privado han sido agentes con un horizonte temporal de la inversión dilatado, como ocurre con los fondos de pensiones, compañías aseguradoras y fondos provenientes de dotaciones de universidades.

En Europa, según el informe Draghi, en el año 2022 el volumen de activos en fondos de pensiones sobre PIB es del 32 %, en contraste con EE. UU., donde suponen un 142 % con una inversión del 13 % de los activos de los fondos de pensiones públicos al capital privado, a lo que hay que añadir las inversiones de los fondos de pensiones privados, fondos soberanos y fondos de universidades muy alejadas de las ponderaciones que asignan estos mismos actores en Europa, lo que limita la oferta de fondos para los mercados privados en nuestro continente. Esta significativa diferencia en las posibilidades para la captación de fondos de clientes institucionales puede ser uno de los motivos por los cuales, además de la propia cultura financiera y la tradición de las *startups*, podría explicarse el diferente grado de desarrollo y madurez de los mercados de capital privado en Europa y EE. UU.

En España, según datos del informe de Boston Consulting Group¹⁸, la inversión en capital privado de las aseguradoras y fondos de pensiones nacionales es significativamente inferior a las de otras economías similares. Además, una gran parte de esta inversión de las aseguradoras y fondos de pensiones en capital privado se canaliza hacia gestoras fuera de España, algo que no sucede de manera tan acusada en otros países europeos y en el resto de economías desarrolladas. Esta mayor asignación internacional de activos alternativos coincide con la operativa de la banca privada y las *family offices*, y supone un elemento de crecimiento potencial del capital privado español.

Ante el creciente interés del capital privado por los inversores minoristas, la aproximación a ellos debería requerir que las gestoras de capital privado definiesen:

- i) A qué segmentos minoristas quieren dirigir su estrategia.
- ii) Qué productos van a ofrecerles.
- iii) Cuáles van a ser las estrategias y canales de distribución que podrían materializarse mediante acuerdos con empresas de inversión o con entidades bancarias.

Alternativas de salida antes de vencimiento

Existen dos mecanismos o vehículos que proveen cierta liquidez a aquellos inversores que desean cerrar sus participaciones en el capital y la deuda privados: los fondos secundarios (*secondary funds* o *continuation transactions*) y los fondos de continuación (*continuation funds*).

Secondary funds o fondos secundarios

Los pueden utilizar tanto los inversores como los propios gestores para vender sus participaciones en compañías o activos a estos fondos. También son una herramienta de inversión en capital privado y, de hecho, en 2023 la captación de nuevos fondos secundarios por un importe de 76.000 millones de dólares supuso un incremento del 92 % con respecto a 2022.

El capital privado (PE) cuenta con el mercado secundario más activo, con el inmobiliario, el de crédito (PD) y el de infraestructuras creciendo en importancia. De acuerdo con datos de Lazard, el mercado secundario de capital en el año 2023 fue el más activo de la historia con un récord de volumen de operaciones de fondos secundarios de 112.000 millones de dólares. En septiembre de 2023 Goldman Sachs captó 15.000 millones de dólares para un fondo secundario denominado Vintage IX (el fondo predecesor logró atraer 10.000 millones en 2020).

Las salidas anticipadas de los fondos de capital privado tienen costes, ya que el precio de salida contiene un descuento con respecto al valor neto de los activos (NAV). Según Nadauld *et al.* (2016¹⁹), los precios en el mercado secundario con respecto al NAV eran de entre un 86.2 % y un 85.6 % para una muestra de 2.226

18 Boston Consulting Group (2021).

19 Nadauld, Sensory y Weisbach (2016).

transacciones realizadas en el mercado secundario en el periodo 2006-2014. Los autores destacan también que los descuentos son mayores cuanto peores son las perspectivas económicas y cuanto más pequeño es el fondo. Este periodo de la muestra incluye parte de la gran crisis financiera, lo que ha podido incidir en los mayores descuentos.

En 2019 y con una mayor competencia en el mercado y un mejor entorno económico, la media obtenida en las operaciones en el mercado secundario fue del 93 % del NAV según Unigestion²⁰. Los descuentos sobre el NAV son mayores para el *venture capital* y el capital de crecimiento (35-45 %).

Continuation funds o fondos de continuación

En los llamados *fondos de continuación*, los gestores trasladan un activo o un grupo de activos a dicho fondo. Se trata de participaciones en compañías que tienen potencial, pero que necesitan un periodo de madurez más dilatado. Los gestores crean un nuevo fondo con estos activos y ofrecen a los inversores (LP) un precio de salida o la posibilidad de entrar en el nuevo fondo.

Un fondo de continuación tiene entre uno y cinco activos en su cartera, por lo que está menos diversificado que el fondo original y, por lo tanto, concentra su riesgo en muy pocas empresas. En España, un caso es el de Miura Partners, que, siendo accionista desde 2016 de Martinavarro, impulsó su integración con Rio Tinto para crear en 2017 Citric&Co, en una operación del tipo *buy & build*, por la que se compra una empresa para incrementar su tamaño mediante la posterior adquisición de algunos de sus competidores. En el año 2019, Miura, mediante un fondo de continuación, mantuvo su inversión en Citric&Co y acometió la compra de nuevas compañías del sector citrícola en 2021 y 2022.

Europastry, que en octubre de 2024 suspendió su salida prevista a bolsa, está participada por MCH Continuation Fund, sucesor de MCH Iberian Capital Fund II, que era el que ostentaba la participación inicial en Europastry desde el año 2010.

5 Aspectos relevantes de los segmentos de actividad de los mercados privados

Capital privado (PE) vs. *venture capital* (VC)

Dentro de la segmentación genérica de la actividad de los mercados privados en sus cuatro grupos principales (*private equity*, *venture capital*, *private debt* e *infraestructura*), el capital privado o *private equity* (PE) y el *venture capital* (VC) son categorías de inversión que guardan similitudes, pero también diferencias, que permiten su categorización independiente²¹.

En cuanto al capital privado o *private equity* (PE):

- Los gestores de capital privado, por lo general, toman posiciones mayoritarias en las empresas que participan, que suelen ser compañías maduras que operan en sectores tradicionales de todas las actividades. Por su participación mayoritaria entran en la gestión de la compañía objetivo, a la que aportan sus propios equipos directivos, cualificados y experimentados.
- El capital privado también busca oportunidades de inversión en empresas consolidadas que presentan dificultades debido a ineficiencias operativas que, una vez solventadas, las devolverán a la rentabilidad. En los últimos años el capital privado ha comenzado a comprar compañías tecnológicas respaldadas por *venture capital*. Buscan la rentabilidad de la operación mediante esas mejoras operativas, el crecimiento orgánico y expansión de la empresa y la utilización de ingeniería financiera.
- Las inversiones se hacen con capital del fondo o gestora y mediante deuda.
- Las cuatro mayores gestoras de capital privado negocian en mercados regulados (Apollo Global Management, Blackstone Group, Carlyle Group y KKR & Co).

En cuanto al *venture capital* (VC):

- Su actividad se centra en las *startups*, con predominancia de las empresas del sector tecnológico y de la salud, de elevado crecimiento, y en las que suelen adquirir participaciones minoritarias.
- Buscan la rentabilidad de la operación en el incremento de valor de la compañía objeto de inversión, que se materializa vía venta a otra empresa de capital o a través de salidas a bolsa.
- El tamaño de las operaciones es menor que en el capital privado.

21 Pitchbook (2023b).

- La financiación de la operación se hace mediante aportaciones dinerarias.
- En la última década, en EE. UU., el 74 % de las salidas de empresas participadas por el *venture capital* se produjo mediante venta a una empresa de mayor tamaño, según datos de Pitchbook recogidos en un artículo de *The Economist*.

Vehículos de inversión del capital privado

CUADRO 2

VENTURE CAPITAL

Consiste en la aportación de capital a una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana. Normalmente, la inversión se dirige a empresas tecnológicas, del sector de la salud o con un fuerte componente innovador.

Capital semilla (*seed capital*)

Inversión en ideas de negocio o empresas recién creadas con servicios o productos aún por lanzar al mercado y, por lo tanto, sin ventas. Es la primera de las rondas de financiación institucional y la de menor volumen, y el capital se destina al desarrollo del producto/servicio, a investigación de mercado o al desarrollo del plan de negocio. Es habitual que los inversores en capital semilla reciban convertibles, acciones o preferentes en contraprestación. Existe un riesgo elevado, ya que muchas de las empresas no consiguen hacer viable su modelo de negocio y desaparecen antes de alcanzar viabilidad económica.

Capital arranque (*start up capital*)

Inversión para el establecimiento de la compañía (registro de esta, web, oficina...) y arranque de su actividad cuando, aun habiendo ventas, el EBITDA de la empresa es negativo. El capital aportado es mayor que en las inversiones de capital semilla.

Early stage – Late stage venture

En el *early stage*, la empresa ya se encuentra en fase de desarrollo y la financiación recibida es mayor, ya que la compañía necesita más recursos para iniciar las operaciones una vez que se confirma la viabilidad del producto/servicio. Se invierte en rondas denominadas A y B en función de la fase de crecimiento en la que se encuentra la empresa. Las rondas A y B se corresponden con la fase *early stage* o temprana.

Cuando la *startup* está en una fase más avanzada, puede recibir rondas de financiación de mayor tamaño (*other early stage*).

Growth-late stage: para empresas que ya están generando ventas y que pueden tener EBITDA positivos. Las rondas de financiación suelen denominarse C, D, E, F y G y pueden llegar a la K en función del número de ocasiones en las que se ha acudido a captar nuevos fondos.

Las empresas objetivo ya tienen modelos de negocio que pueden ser viables.

A modo de resumen muy simplista, la empresa abre una ronda de inversión o serie A, consolida el negocio con una serie B y, en una fase de maduración, la serie C coloca a la empresa ya muy cerca de la adquisición por parte de terceros o de su salida a bolsa.

Riesgos: las elevadas valoraciones de las últimas rondas pueden poner en peligro las salidas a bolsa y la rentabilidad de la operación.

CAPITAL PRIVADO

Capital expansión o desarrollo (*growth capital*)

Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede dirigirse a la adquisición de activos fijos, al incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o al acceso a nuevos mercados. Son inversiones de mayor volumen y menor incertidumbre por la existencia de datos históricos.

Capital de expansión: menos arriesgado, al financiar empresas con beneficios. De nuevo es crucial la idoneidad de las valoraciones.

Capital de sustitución (*replacement*)

La entidad de capital privado releva a parte del accionariado actual. Es frecuente en empresas familiares y en situaciones de sucesión. También se produce en algunas oportunidades de venta de activos o ramas de actividad no estratégicas de empresas muy grandes, en las que sus gestores u otros externos buscan apoyo financiero en el capital privado dentro de un proyecto de escisión y posterior desarrollo independiente.

Operaciones apalancadas (LBO)

Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación se financia con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y otra con capital aportado por los inversores de la operación, que se convierten en propietarios. En estas operaciones, lo habitual es que la empresa objetivo tenga unos flujos de caja constantes, estables y lo suficientemente elevados como para poder hacer frente al pago de los intereses y la amortización del principal de la deuda. En el siguiente epígrafe se avanzan algunas características de este tipo de operaciones.

Capital de reestructuración o reorientación (*turnaround*)

Inversión en empresas que atraviesan dificultades durante un periodo prolongado de tiempo y que necesitan recursos financieros para implementar grandes transformaciones, necesarias para poder sobrevivir. Suele implicar una reestructuración operativa que abarca todos los aspectos de la empresa (instalaciones, personal, productos, etc.).

Las operaciones de compra (*buyout*) y las compras apalancadas con emisión de deuda para financiarlas (LBO)

De acuerdo con los datos globales de activos bajo gestión (AuM) de Prequin y McKinsey, detallados en la sección 1 de este estudio, dentro del segmento del capital privado o *private equity* (PE), la compra de compañías (*buyout*) cuenta con 3,85 billones de activos bajo gestión, el 47 % *private equity* (8,2 billones de dólares). No solo se trata del área de actividad de mayor tamaño, sino también la que más ha crecido en los últimos años, junto con el segmento del crédito o *private debt*, y durante la pasada década ha estado batiendo récords continuados tanto en operaciones como en valoración de las empresas, favorecida por los bajos tipos de interés.

El peso de las operaciones de compra sobre el total de activos bajo gestión del *private equity* varía en función de la zona geográfica. En Europa (74 % del total) y EE. UU. (55 %) es donde mayor peso representan. Es destacable que, por el contrario, en Asia las operaciones apalancadas sean minoritarias (17 %) en favor del *venture capital* (58 %). En España, en el año 2023 representaron el 54 % del total invertido en capital privado y *venture capital*.

Una parte muy importante de estas operaciones de compra (*buyout*) están apalancadas, son las denominadas *leveraged buyouts* (LBO²²), que suponen la utilización de endeudamiento en proporciones superiores al 70-80 % de deuda con un máximo del 20-30 % en capital, del que los gestores aportan un 1-5 % del total de la operación. Por tanto, un segmento muy significativo del capital privado requiere la deuda como instrumento operativo. Lo más habitual es que estas operaciones estén financiadas en un 50 % por deuda *senior*, un 20-30 % por deuda *mezzanine* y el restante 20-30 % por el capital del fondo. No obstante, las compras apalancadas han venido manteniendo una reducción sostenida del endeudamiento empleado, motivada, por un lado, por el periodo de bajos tipos de interés y la consiguiente mayor disposición de capital privado y, por otro, por la menor actividad prestamista de los bancos en este tipo de operativa.

El paso a una política monetaria restrictiva ha supuesto una significativa retirada de la financiación de los bancos a este tipo de operaciones en los años 2022 y 2023, con reducciones del 50 % en cuanto a volumen que han afectado especialmente a las operaciones de mayor envergadura, además de un descenso en la valoración de las empresas objetivo. En el primer semestre del año 2024, las operaciones de compra apalancadas se han incrementado en un 28 % con respecto al mismo periodo de 2023 y han alcanzado los 471.000 millones de dólares, según datos de London Stock Exchange Group (LSEG). Adicionalmente, y de acuerdo con información del *Financial Times*, como respuesta a unos tipos de interés más elevados, las gestoras están virando el foco del negocio hacia el crédito privado, y las infraestructuras y gestoras, como Apollo y BlackRock, ya tienen un mayor volumen de activos bajo gestión en crédito que en capital. Las gestoras no solo compran activos de deuda privada existentes, sino que también originan mediante la concesión directa de crédito a las empresas.

En las operaciones de LBO se ha venido observando un cambio en la aproximación del modelo tradicional, tanto por parte de las gestoras como de los tradicionales financiadores, los bancos, que han mostrado una creciente cautela respecto a la exposición a estas operaciones. Las gestoras han disminuido el apalancamiento como herramienta de creación de valor en favor de las mejoras operativas y la expansión múltiple, además del creciente foco en el segmento del crédito.

A finales de los años 80 del siglo pasado, las operaciones de compra apalancadas buscaban la rentabilidad a través de la utilización de deuda y hasta un 50 % de la creación de valor de la operación se debía al uso del apalancamiento financiado principalmente a través de los denominados *bonos de alto rendimiento*, surgidos en los años 70. A lo largo del siglo XXI, la importancia del apalancamiento en la creación de valor del capital privado ha disminuido desde el 50 % de la década de 1980 al 17 % de la década de 2010, según datos de Goldman Sachs, BCG e IESE²³, en favor de las mejoras operativas en las compañías que incluyen un aumento de los ingresos (orgánico o mediante adquisiciones) y una mejora de los márgenes.

Otra de las evoluciones en las operaciones de compra apalancadas es el alargamiento en el periodo de tenencia de las compañías. Así, en las décadas de 1990 y 2000, una gestora de capital privado habría vendido su participación en unos 3-4 años después de la adquisición. En 2023 y de acuerdo con datos de Pitchbook para una muestra de 1.121 operaciones, las gestoras de capital privado mantuvieron las compañías una media de 6,4 años. Este mayor periodo de inversión en las empresas objetivo de LBO viene a reforzar la tesis anterior de generación de valor basada no solo en el apalancamiento y en la reducción de costes, sino también en las mejoras en la gestión. Otro de los factores que está influyendo en la extensión de los periodos de tenencia de las empresas son los fondos de continuación comentados anteriormente en este estudio.

Aunque las empresas objetivo suelen ser maduras, el incremento del apalancamiento y el precio ofrecido condicionan la rentabilidad de la operación. En particular los ratios de deuda sobre EBITDA son especialmente sensibles a los niveles de tipos de interés y actividad económica. Según datos de Pitchbook²⁴ para el mercado de EE. UU., las operaciones de LBO financiadas en el mercado de préstamos sindicados en el segundo semestre de 2022 tenían una ratio de deuda/EBITDA de 6.1x, la más alta desde 2007 (en 2021 la ratio deuda/EBITDA era de 5,8x).

Un tipo de operación realizada por los gestores del capital privado es el denominado dividendo de recapitalización apalancado (*leveraged recapitalization dividend*), que consiste en el pago de dividendos por parte de la empresa objeto de compra a los gestores e inversores con cargo a préstamos, lo que aumenta la deuda de la compañía. Es decir, los gestores e inversores del capital privado mejoran su tasa de rentabilidad (IRR) con cargo al endeudamiento de la empresa adquirida. En el caso de España, y según un informe de Simmons & Simmons²⁵, varias sentencias del Tribunal Supremo (STS 1088/2020, STS 3199/2022 y STS 3200/2022) confirman que los gastos financieros relacionados con los dividendos de recapitalización son deducibles del impuesto de sociedades.

23 Moonfare (2023).

24 Lukatsky (2022).

25 Simmons & Simmons (2022).

En nuestro mercado, un ejemplo poco glorioso de compra apalancada fue la adquisición de Panrico, realizada en 2005 por Apax Partner por 900 millones de euros (con una ratio precio/beneficio de más de 45x) con la intención de mejorar la gestión y sacarla a bolsa. Apax Partner financió la mayor parte de la compra con la emisión de 650 millones de deuda (72 % de deuda y 28 % de capital) que luego transfirió a Panrico. Tras varias decisiones de gestión que no resultaron óptimas, en 2010 la banca acreedora tomó el control de Panrico y un año después el fondo Oaktree se hizo con el 80 % de las acciones de la empresa.

La parte de deuda de las LBO se había venido financiando tradicionalmente por parte de las entidades de crédito mediante préstamos sindicados, pero la consideración de estos préstamos como *leveraged transactions* ha reducido la actividad de los bancos en este segmento. Se han creado nuevos vehículos para financiar la actividad mediante la emisión de *collateralized loan obligations* (CLO), que tienen como garantía una cartera de préstamos con los que se financian las operaciones de fusiones y adquisiciones realizadas por el capital privado (el diseño de estos CLO es prácticamente idéntico al de los CDO responsables de la propagación de la crisis *subprime* de 2008).

Otra de las vías alternativas de financiación se realiza a través de los gestores de deuda privada mediante sus plataformas y vehículos desplazando en buena medida a los bancos. En consecuencia, los propios mercados privados por medio del capital (20-30 %), los fondos de deuda privada y la emisión de CLO han ido ganando peso en la financiación de la actividad de compras apalancadas.

La actividad de LBO utiliza el endeudamiento como generador de rentabilidad (algunos estudios en EE. UU. calculan que un tercio de la rentabilidad proviene del endeudamiento y sus beneficios fiscales) y, por tanto, es una operativa muy sensible al nivel de los tipos de interés y a la predisposición a asumir riesgo de crédito por parte de los inversores.

En 2023 se ha observado continuidad en la reducción en cuanto a número y volumen de las grandes operaciones de compra, que están siendo sustituidas por las denominadas *add-on* (*build ups*), es decir, adquisiciones de compañías más pequeñas de la misma línea de negocio y que suelen ser de menor importe. Los fondos de capital privado están adquiriendo empresas más pequeñas sin utilizar endeudamiento para incluirlas dentro de su cartera con el fin de incrementar sus productos y líneas de negocio. De acuerdo con PitchBook, estas operaciones de *add-on* supusieron el 55 % de todas las compras del capital privado en Europa en el primer semestre de 2023 y una cifra aún mayor en EE. UU.

Estimaciones de rentabilidades del capital privado

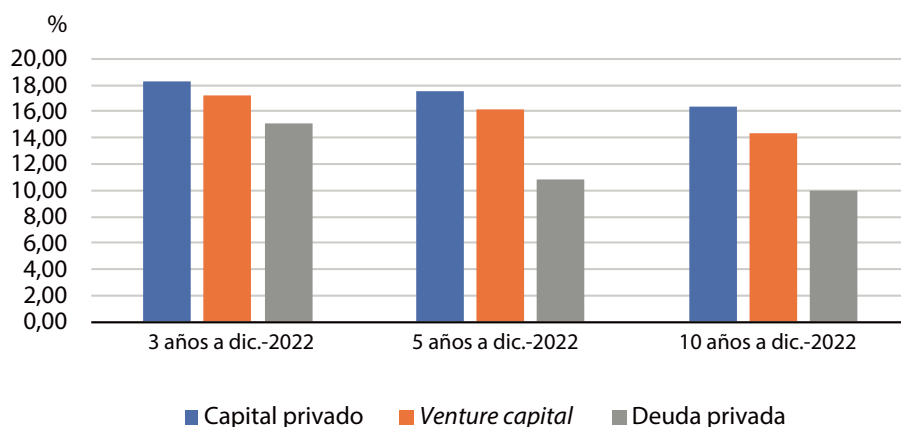
Uno de los principales problemas en el seguimiento de las inversiones en los mercados de capital privado es la estimación de las rentabilidades de la inversión, al no existir un mercado secundario para las empresas participadas.

El gráfico 5 recoge las rentabilidades medidas por la IRR (*internal rate of return*) calculada por Prequin para las diferentes categorías de capital y deuda privada y durante diversos periodos de referencia. No se han podido replicar los cálculos como consecuencia de la dificultad para conseguir la información necesaria (un

problema recurrente en el ámbito del capital y la deuda privados), en la que se incluirían: el primer año en el que el inversor aporta fondos (*vintage*), aportaciones (*capital calls*) y distribuciones de capital (lo que recibe el inversor neto de comisiones). Aunque los periodos no son comprables, según el estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España en 2021 publicado por EY²⁶ y para un periodo de cálculo comprendido entre 2006 y 2021, la TIR neta del periodo se habría situado de media en el 11,2 %. El estudio se elaboró con datos de fondos de 40 gestoras españolas (45 % del total de gestoras activas en ese periodo). Un nuevo estudio publicado en diciembre de 2023 amplía el número de gestoras a 47 (48 % del total) y mantiene la rentabilidad del periodo 2006-2022 en el 11,3 %.

Porcentaje de TIR en función del año de inversión (*vintage*)

GRÁFICO 6



Fuente: Prequin y EY.

Uno de los primeros trabajos académicos que comenzaron a cuestionar las rentabilidades del capital privado fue el de Kaplan y Schoar (2005), quienes concluyeron que los rendimientos del capital privado eran similares a los de los mercados públicos de valores una vez descontadas las comisiones de gestión. Posteriormente, Kaplan, Harris y Jenkinson (2012) publicaron un nuevo estudio en el que mostraron con datos de varios fondos de capital privado que los rendimientos excedieron en más de un 3 % los de los mercados públicos durante un largo periodo. En concreto, los autores analizaron 1.400 fondos de compras apalancadas y *venture capital* y encontraron unos rendimientos superiores al 20-27 % de media frente al S&P 500 durante la vida de los fondos, lo que supone más de un 3 % anual. Los fondos de *venture capital* obtuvieron mejores rentabilidades con respecto a los mercados públicos en la década de 1990, pero quedaron por debajo en la de 2000.

Cualquier comparativa de rentabilidades del capital privado con índices de referencia debe atender al sesgo de tamaño, es decir, las empresas en cartera del capital privado tienden a ser de menor tamaño que las de los principales índices de referencia y además existe el sesgo geográfico de las carteras de los fondos, con preeminencia de empresas de EE. UU.

Otro de los factores a tener en cuenta a la hora de analizar las rentabilidades del capital privado, al igual que ocurre con los fondos de inversión alternativos (*hedge funds*), es la presencia de un número de participantes cada vez mayor, lo que dificulta la selección correcta de activos, al existir muchos fondos en busca de las mismas compañías y estrategias.

Los mercados de crédito privado o *private debt*

De acuerdo con la información agregada global de Prequin y Mckinsey, a finales del año 2023 había unos 1,6 billones de dólares (+27 % con respecto a 2022) en activos bajo gestión en los mercados privados de deuda, cifra que se ha doblado desde 2018. De esta cantidad, unos 460.000 millones de euros están en Europa, si bien no se ha podido acceder a información sobre los importes relativos al mercado español. Para poner en contexto las cifras anteriores, según datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS²⁷) a junio de 2023, el saldo vivo de deuda negociable de las empresas no financieras en todo el mundo era de 4.8 billones de dólares (el saldo vivo de las empresas no financieras españolas era de 130.000 millones de dólares), de los cuales 16,6 billones corresponden al saldo vivo de bonos emitidos. En algunos segmentos, como el de *real estate*, la financiación privada está reemplazando la tradicional financiación de bancos y en EE. UU constituye ya el 40 % de los nuevos créditos al sector, mientras que en Europa aún no llega al 10 %.

El segmento de crédito privado denominado *direct lenders* es el que más ha crecido (30 % anual) en los últimos 10 años, de acuerdo con datos de McKinsey. Como recoge el *Financial Times* del 4 de mayo de 2024, Apollo estimaba originar 200.000 millones de dólares en nuevos créditos privados durante 2024, 50.000 millones más que en 2023.

En Europa y de acuerdo con datos del *EU Non-bank financial intermediation risk monitor 2024 No. 9*, Luxemburgo e Irlanda concentran la mayoría de los fondos de crédito privado. A diferencia de lo que sucede con los fondos de capital, los de crédito sí permiten los reembolsos anticipados en ventanas de liquidez mensuales, favorecidos por la propia estructura de pagos de principal e intereses de los créditos de las carteras.

Las empresas que acuden a los mercados privados de deuda²⁸ suelen ser pymes con un EBITDA de entre 3 y 100 millones de dólares. Hay dos grandes segmentos, el *middle market*, con empresas de más de 50 millones de euros en EBITDA, y el *lower middle market*, con unas cifras medias de EBITDA entre 15 y 25 millones de euros. La mayoría de estas compañías no tiene calificación crediticia, aunque S&P Global Ratings elabora estimaciones de la calificación crediticia para unas 1.400 empresas activas en los mercados privados de deuda, la mayoría pertenecientes al sector tecnológico y al de la salud, que son también las predominantes en el segmento de los préstamos sindicados con calificación crediticia. La amplia mayoría de empresas emisoras en los mercados privados de deuda (más del 90 %) están participadas por gestoras de capital privado y, de acuerdo con datos de McKinsey

27 BIS (s.f.).

28 Gunter, Latour y Maguire (2021).

& Co²⁹, el 80 % de las operaciones de *middle market* realizadas por el capital privado se han financiado mediante préstamos privados.

A diferencia del segmento de los créditos sindicados, donde suelen participar varios prestamistas, las operaciones de financiación privada son mayoritariamente bilaterales entre prestamista y empresa. Esta circunstancia agiliza las operaciones y reduce a unos dos meses el plazo desde que se inician los contactos hasta que se concede la financiación. Además, permite incorporar préstamos flexibles con componentes variables ligados a la evolución del negocio (como es el caso de la operación de 2022 de Oquendo Capital a Congelados Navarra, que le permitirá acometer el plan de negocio de los próximos años).

De acuerdo con BlackRock³⁰, es habitual que los préstamos directos (*direct lending*) se concedan a un tipo de interés variable y garantizados por los activos del prestatario. A diferencia de los préstamos sindicados, no se realizan cesiones a terceros y la entidad prestamista los mantiene en cartera hasta su vencimiento. Un ejemplo es el préstamo (*venture debt*) concedido por BlackRock al unicornio español Jobtalent por 354 millones de euros, que incluye condiciones vinculadas (*covenants*) a los márgenes brutos y niveles de liquidez y un tipo de interés variable de Libor + 8,5 %.

En los préstamos sindicados es habitual que coexistan dos tramos, el *senior* y el subordinado, mientras que en los préstamos privados suele haber un único tramo (*unitranche*) que combina la deuda *senior* y subordinada con un tipo de interés (entre 50 y 100 puntos básicos superior al del *senior*) fruto de las características de rentabilidad-riesgo de los dos tramos (*senior* y subordinado). En la deuda con diferentes tramos, cada uno de ellos tiene sus propios términos de crédito, garantías, *covenants* y condiciones en las cuales los acreedores del tramo subordinado podrían recuperar los colaterales que garantizan la concesión del crédito. En las operaciones *unitranche*, los derechos de todos los acreedores son idénticos.

Los principales actores son gestores alternativos de activos que actúan a través de plataformas de préstamos. En estas plataformas la financiación se obtiene de varias fuentes: i) fondos privados de deuda, ii) obligaciones de deuda colateralizada para empresas medianas (*middle-market CLO*), iii) fondos de inversión y iv) *business development companies* (BDC). En los últimos años los bajos tipos de interés han canalizado un elevado volumen hacia los fondos de crédito en busca de mayores rentabilidades, lo que ha facilitado, junto con la evolución de las estructuras y vehículos de financiación, la concesión de préstamos y operaciones por un mayor volumen, de manera análoga a lo que ha sucedido en el segmento del capital privado (PE).

Una característica de los inversores en crédito privado es su horizonte temporal largo, ya que se trata de inversiones para mantener (*buy and hold*) por parte de fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de universidades y fundaciones, que intentan acompasar los ingresos por intereses de los créditos con sus obligaciones de pago.

29 McKinsey (2023).

30 BlackRock (2023).

Las BDC³¹ son fondos cerrados que están obligados a invertir más del 70 % de su patrimonio en capital o deuda de empresas no negociadas en mercados regulados y a distribuir el 90 % de los ingresos en dividendos. Se desarrollaron en EE. UU. a través de una ley en el año 1980 con el objetivo de proporcionar financiación a pequeñas y medianas empresas y no están sujetos al impuesto de sociedades. En EE. UU. pueden cotizar en bolsa y por ello los inversores minoristas pueden adquirir y vender participaciones en el mercado. En el resto de los vehículos y en las BDC no cotizadas, las inversiones se mantienen hasta el vencimiento de la deuda subyacente. BlackRock fue pionero en los denominados *perpetually non-traded BDC*, dirigidos a inversores de renta elevada y que no cotizan en mercados regulados o SMN.

Se estima que una cuarta parte de los activos bajo gestión del *private credit* está en vehículos constituidos como BDC. Una forma de operar habitual es que la BDC origine los créditos en su plataforma y los distribuya también a través de ella a los fondos de deuda privada o a bonos de deuda colateralizados (CLO) gestionados por la misma entidad. Los gestores pueden invertir una parte de su capital tanto en la propia BDC como en fondos o instrumentos en los que esta distribuye los préstamos. Según Moody's, el 80 % de las operaciones de financiación de las BDC se realizan con empresas participadas por el capital privado.

Una de las alternativas al pago de intereses de los préstamos privados es la existencia de cláusulas que permiten el denominado *pago en especie (payment in kind)*, por el que los deudores pueden, en los primeros años, realizar los pagos del préstamo en nueva deuda o acciones.

Seis grupos (Apollo Asset Management Inc., Ares Management Corp., Blackstone Inc., Brookfield Asset Management Inc., The Carlyle Group y KKR & Co.) con activos de más de 1 billón de dólares, concentran la actividad del crédito privado.

Para garantizar aún más los fondos durante toda la vida del préstamo, en EE. UU., son frecuentes las asociaciones entre gestores alternativos y aseguradoras, que ofrecen una fuente de fondos a muy largo plazo a las plataformas de préstamos.

Falta de liquidez de los instrumentos y vehículos de deuda

La iliquidez es uno de los riesgos principales de la financiación privada, ya que los instrumentos en los que se articula no negocian en mercados secundarios y, aunque puedan incluirse cláusulas de cesión o de subparticipación que permitan la venta o cesión a terceros, no existe un proceso de formación de precios público, sino que son los inversores quienes deben evaluar la rentabilidad-riesgo de la inversión con la información a la que tengan acceso. Como los inversores deben estar preparados para mantener la deuda hasta su vencimiento, los principales compradores son inversores con horizontes temporales a largo plazo, como las compañías de seguros. Aquellos vehículos que permitan la salida anticipada a los inversores podrían tener problemas de liquidez y forzar a los gestores a la venta desordenada de activos (*firesales*) en situaciones de estrés de los mercados.

31 En abril de 2023 había en EE. UU. 130 BDC que, según Standard & Poor's, podrían haber invertido unos 270.000 millones de dólares, de los que una docena de BDC concentran casi el 50 %.

Menor calidad crediticia

Las empresas que acuden a la financiación privada suelen ser de menor tamaño y con peores estimaciones de calificación crediticia. Además, aunque los estándares de solvencia eran tradicionalmente más exigentes que en el segmento de los préstamos sindicados, el crecimiento del crédito privado en los últimos años ha venido acompañado de una relajación en los requisitos exigibles y de una reducción en el número de *covenants*, que han quedado reducidos en la mayoría de los casos a uno, a diferencia de los préstamos sindicados, en los que, según datos de Standard & Poor's³², un 90 % son *covenant-lite*. También, y al igual que en los préstamos sindicados, se observa un incremento en los *EBITDA add-backs*.

El siguiente cuadro resume las principales diferencias entre los préstamos sindicados y la financiación privada.

El siguiente cuadro incluye los principales tipos de vehículos en los mercados de crédito privado:

Diferencias entre los préstamos sindicados y la financiación privada

CUADRO 3

	Préstamos sindicados	Mercados privados de crédito
Prestamistas	Un banco agente y varios aseguradores. Creciente participación de no bancos (18 % según BIS ³³)	1 o <i>club deals</i> con un máximo de 6 inversores (no bancos)
Tamaño de las operaciones	200-5.000 millones de dólares	20-2.000 millones. <i>Middle market</i> (empresas EBITDA > 50 millones) y <i>lower market</i>
Tipos de interés		Más elevados que los sindicados. A tipo variable más un diferencial sobre Euríbor, Libor...
<i>Covenants</i>	La mayoría (> 91 %) son <i>covenant-lite</i>	La mayoría de los préstamos tiene un <i>covenant</i> . No es habitual más de un <i>covenant</i>
Calificación crediticia	BB, B+	La mayoría sin calificación
Liquidez en el mercado secundario	Posible, salvo situaciones de estrés	Menor liquidez. Se mantienen hasta vencimiento
Recomendaciones de apalancamiento	6x EBITDA. Pueden ser superior previa negociación	Negociables
Concesión	Dos meses desde el inicio	Con un único prestamista, 30-75 días

Fuente: S&P Financial Services y elaboración propia.

32 Latour (2021).

33 Aldasoro, Doerr y Zhou (2022).

Direct lending

El fondo de deuda privada financia directamente a pymes mediante líneas de crédito o préstamos *senior* o subordinados. La financiación va dirigida mayoritariamente a pymes. Suponen aproximadamente la mitad de los activos bajo gestión del crédito privado.

Riesgo: similar al de la deuda *senior* o subordinada.

Distressed debt

El fondo compra, con un significativo descuento, deuda *senior* de empresas en quiebra o cerca de estarlo. Las empresas objetivo son solo aquellas en dificultades financieras. No se origina, en este caso, nueva deuda.

Riesgo: elevado.

Mezzanine

Comparte elementos de deuda y de capital. Comprende deuda subordinada, deuda *senior* e híbrida e incluye cláusulas de conversión a acciones a favor de los prestamistas en caso de incumplimiento. Es el tipo de instrumento típico en las operaciones de LBO.

Special situation

Inversiones en deuda de empresas en dificultades financieras con el objetivo de tomar o ganar el control. Pueden incluir tanto la compra de deuda y acciones ya emitidas como la originación de nueva deuda. El objeto de la inversión también pueden ser empresas que se prevea van a experimentar escisiones de unidades de negocio, fusiones y adquisiciones u ofertas de compra.

Venture debt

Préstamos a corto y medio plazo concedidos a empresas *startups*. La ventaja para las *startups* es que les proporciona financiación sin dilución de la propiedad, aunque algunas veces se incluyen opciones de compra de acciones para rebajar el coste.

Se diferencia entre *early stage* para financiar las primeras etapas de las *startups* y en la que la actividad bancaria es muy reducida (el banco Silicon Valley Bank SVB era uno de los principales participantes hasta su quiebra en 2023) por los elevados riesgos y *late stage* o crecimiento para financiar las etapas de crecimiento de las compañías.

Riesgo: similar al del *venture capital*, ya que se trata de empresas en una fase inicial.

Fondos de fondos

Invierten el capital en diversos fondos de capital privado o *venture capital* gestionados por otras entidades.

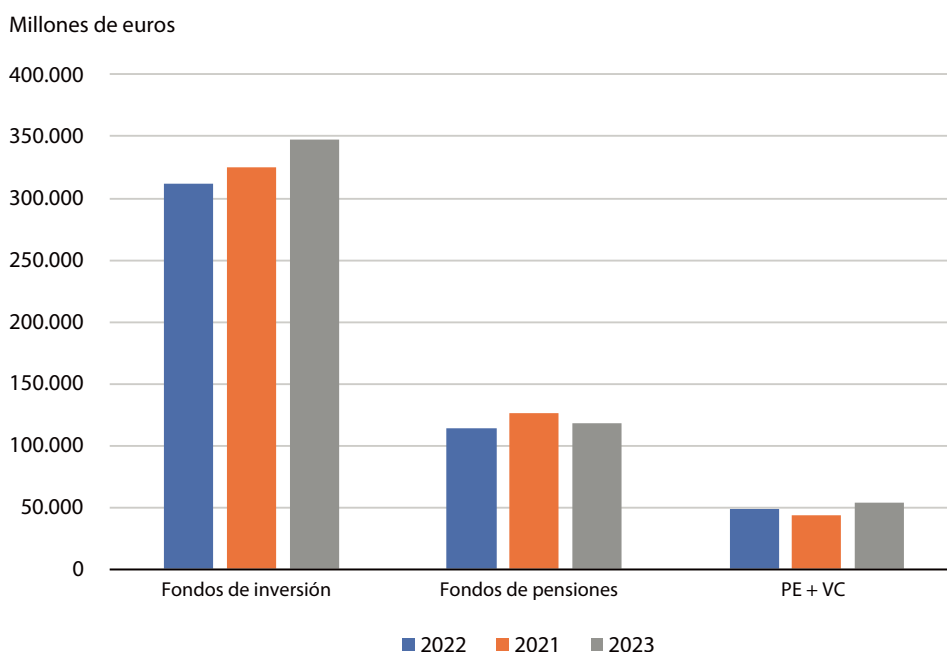
6 Principales características del capital privado en España

Los informes de actividad semestrales y anuales publicados por SpainCap³⁴ contienen un completo análisis del sector del capital privado y el *venture capital*, con una gran variedad de datos granulares que permite conocer el destino de las inversiones por sectores y comunidades autónomas, así como las cifras de captación de fondos y desinversiones. En el ámbito europeo, este análisis puede complementarse con la información difundida anualmente por Invest Europe. Contrasta con el segmento de la deuda privada, en el que, para el caso de España, no se cuenta con el mismo nivel de detalle y calidad de la información.

El siguiente gráfico resume el tamaño de la cartera de inversiones del capital privado en España, que ascendía a 43.740 millones de euros a finales de 2023 (de los cuales 33.372 correspondían a gestoras internacionales) y se pone en relación con los activos bajo gestión (AuM) de los fondos de inversión y fondos de pensiones españoles, de acuerdo con los datos de Inverco para los dos últimos ejercicios.

Activos gestionados en España

GRÁFICO 7



Fuente: SpainCap, CNMV e Inverco.

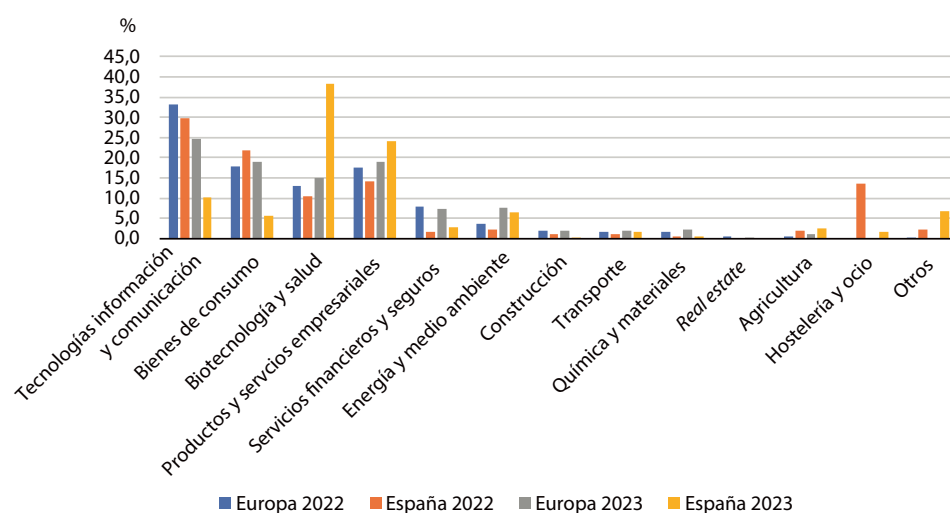
34 SpainCap (ASCRI hasta mayo de 2022) es la asociación que agrupa a las entidades de capital privado y *venture capital* en España, así como a sus inversores.

Los sectores que a lo largo de la serie histórica disponible reciben un mayor volumen de inversiones son TCI (tecnología, comunicaciones e información), bienes de consumo, y biotecnología y salud.

Las inversiones del capital privado en España analizadas de forma sectorial muestran un cierto paralelismo con las del resto de Europa, salvo por el sector de la hostelería y el ocio, que no está contemplado en las estadísticas publicadas por Invest Europe. Esto último puede deberse a la importancia del sector de la hostelería en España en relación con otros países del entorno europeo, que tiene también su reflejo en la actividad inversora del capital privado. La concentración de la actividad del capital privado en el sector tecnológico lo dota de un mayor carácter procíclico en función de los niveles de negocio del sector, al igual que sucede en determinados índices bursátiles con mayoría de empresas tecnológicas como el Nasdaq-100.

Porcentaje de inversión del capital privado por sector

GRÁFICO 8



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

Si se atiende a la fase de desarrollo de la inversión del capital privado y el *venture capital* en España y a la media de Europa como porcentaje sobre el total de las inversiones en el ejercicio 2023, en el siguiente gráfico se puede observar cómo se mantiene el paralelismo y la mayor parte de la actividad inversora se concentra (54 % España y 62 % Europa) en las operaciones apalancadas (LBO), seguidas de la financiación del crecimiento (capital privado y *venture capital*) y del *start-up* y *late-stage venture*, con porcentajes muy similares del total (6-7 %).

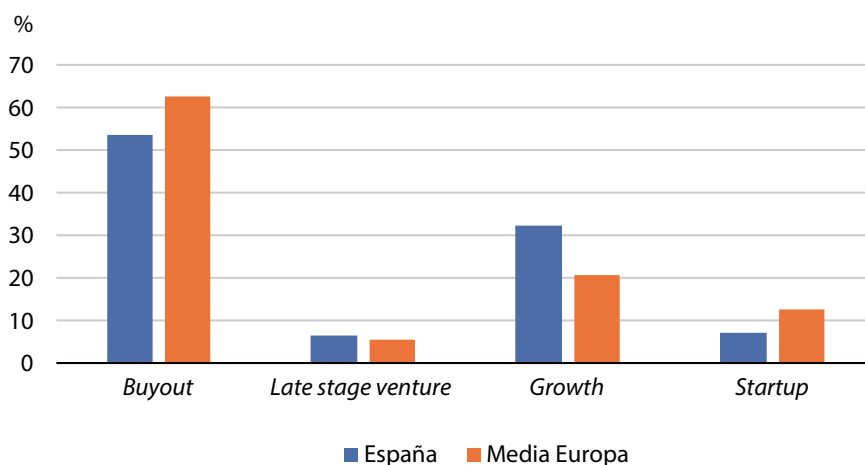
En lo referente a la financiación de las operaciones de compra apalancadas, de acuerdo con la información del banco de inversión Houlihan Lokey publicada el 4 de julio de 2024 por *Expansión*³⁵, Banco de Santander y Banco Sabadell concentrarían el 51 % de las operaciones, seguidos por BBVA y Caixabank. El liderazgo de Banco de Santander se debe a la financiación de operaciones de más de 20 millones de euros concedida a fondos internacionales y realizada tanto mediante su actividad de banca tradicional como a través de su fondo de inversión directa, Tresmares.

35 BBVA y Banco Sabadell controlarían juntos la financiación del capital riesgo.

En el caso del Banco Sabadell, su participación en el mercado del capital privado es mucho más reciente, ya que, hasta 2023 su actividad era mucho menos relevante. Es importante destacar que la banca comercial tiene ventajas de información sobre las empresas participadas por el capital privado respecto a los fondos de préstamo directo, como consecuencia de la actividad tradicional de financiación de empresas sin calificación crediticia.

Mayores inversiones en 2023 por etapa (% sobre el total)

GRÁFICO 9



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

Otra de las particularidades de la inversión del capital privado en empresas españolas es que entre un 75 % y un 80 % lo efectúan gestoras internacionales, porcentaje que también se mantiene durante los últimos ejercicios. Esta importante participación de las gestoras internacionales no es asimilable a lo que ocurre en el resto de Europa, donde la mayor parte de las inversiones las realizan las gestoras nacionales dentro de cada país y una tercera parte, entidades comunitarias que operan en otro Estado miembro. Como viene siendo habitual, la actividad de los fondos internacionales se concentró en el segmento de las grandes operaciones (superiores a los 100 millones de euros, conocidas como *megadeals*), en las operaciones de *middle market* (entre 5 y 10 millones de euros) y en las operaciones apalancadas. En el año 2023 las grandes operaciones y las de *middle market* perdieron intensidad, lo que hizo que el importe medio por inversión se redujera desde 9,6 millones de euros a 7,9 millones. Si se analizan los datos por operación, cada una de las 569 empresas en las que el capital privado invirtió en 2023 recibió una media de 11,8 millones de euros.

De acuerdo con los datos de SpainCap, el 90 % de la inversión del capital privado en España tiene como destino pymes, cifra algo superior a la media europea (85 %). Por regiones Madrid, con el 34 % del total, es la comunidad autónoma que más inversión recibe, seguida de la Comunidad Valenciana (24, %), Cataluña (21 %) y Murcia (5 %). La antigüedad media de las empresas en cartera de las gestoras de capital privado españolas es de 4,5 años.

Con respecto al porcentaje de la inversión en capital privado en relación con el PIB, España cuenta con unas cifras (0,32 %) algo por debajo de la media de Europa en su conjunto (0,4462 %), pero superiores a países como Alemania, Italia, Bélgica y Portugal.

El informe *The Spanish Tech Ecosystem Report 2024* destaca que el valor de las *startups* españolas superó por primera vez los 100.000 millones de euros en el año 2023. Este valor es más alto que el de países como Noruega, Italia y Portugal, que aún no han alcanzado esta cifra. Alemania (450.000), Suecia (250.000), Francia (330.000) y Dinamarca (130.000) son los países de Europa con una mayor valoración de sus *startups*.

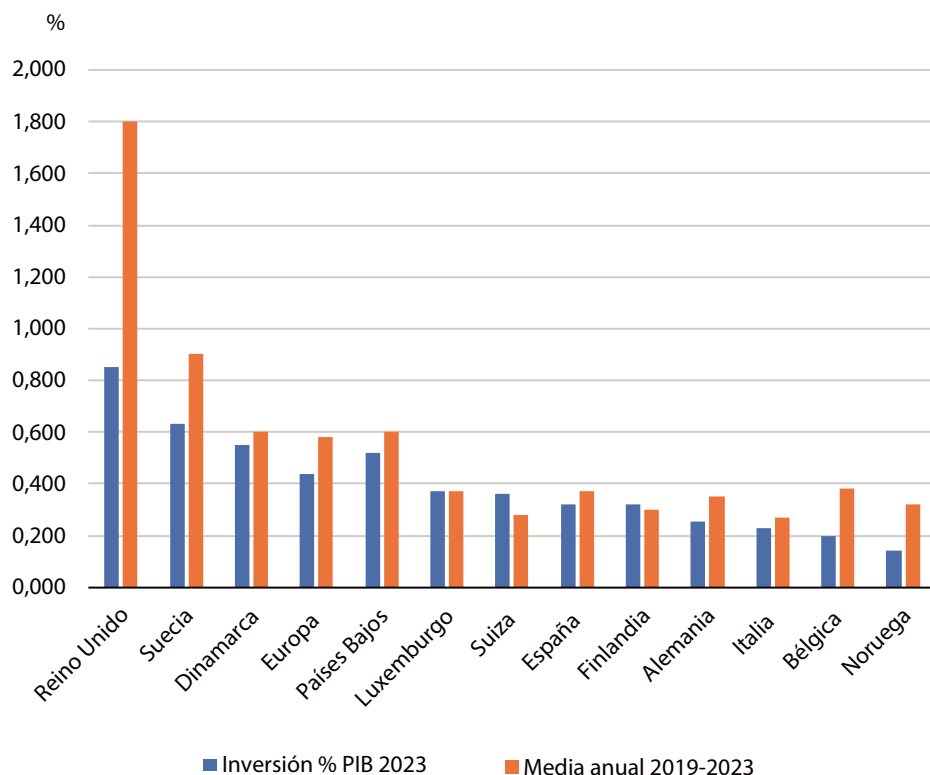
Dealroom tiene contabilizadas 12.000 *startups* en España, de las que unas 500 alcanzarían el tamaño de *scale-up* y 18, el de unicornio. Entre 2017 y 2023 consiguieron captar 13.700 millones de euros, siendo 2021 el mejor año de su historia (4.314 millones de euros). Es destacable el parón experimentado en las rondas de financiación de las *startups* desde 2020, año en el que se registraron 135 rondas que captaron entre 1 y 5 millones de euros y en el que solo 9 superaron los 50 millones, de acuerdo con el Observatorio de Bankinter. En 2023, según el informe *The Spanish tech ecosystem report – 2024* las *startups* captaron 2.000 millones de euros en más de 850 rondas.

En España destacan dos focos de *startups*: Barcelona (6.345 millones) y Madrid (5.781 millones), que entre 2018 y 2023 captaron 12.135 millones de euros, casi 6 veces lo que consiguieron en el resto de España con Valencia (494) como tercer polo. Dentro de las *startups*, los sectores que más inversión atrajeron en el periodo 2020-2023 fueron: movilidad y logística (1.644 millones), productividad y negocio (1.545), *fintech-insurtech* (1.290), *proptech* (1.047), *traveltech* (842), salud (758), *software* (522) y ciberseguridad (510).

En mayo de 2024, se ultimó el lanzamiento del que se convertirá el mayor fondo de *venture capital* español, gestionado por Mundi Ventures para invertir en *scale-ups* y *startups*. Contará con un tamaño objetivo de 1.000 millones de euros y con la participación del Banco Europeo de Inversiones.

Los fondos de capital privado españoles, tanto públicos como privados, suponen la mayor parte de las operaciones de financiación de las *startups* en sus primeras fases (semilla y arranque), pasando el liderazgo a los fondos internacionales en las siguientes fases, que necesitan mayores volúmenes.

En el siguiente gráfico, obtenido con los datos de Invest Europe, puede observarse cómo el porcentaje de inversión en capital privado sobre el PIB de cada país sí se vio reducido en 2023 con respecto a los años precedentes en casi todos los países de Europa. En términos globales, la inversión en capital privado en Europa sufrió una caída del 25 % en 2023 y del 11 % con respecto a la media de los últimos 5 años.



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

En cuanto a la captación de fondos (*fundraising*), son los inversores españoles quienes proporcionan el 80 % de los 2.702 millones de euros proporcionados por el capital privado y el *venture capital* en el año 2023. Las *family offices* españolas han aumentado su participación en el capital privado como consecuencia de los cambios de tributación en las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) —que ha llevado a la conversión de algunas de ellas en sociedades de capital privado— y en 2023 supusieron el 33 % de los 2.702 millones captados. El año 2023 fue el segundo mejor de la historia en lo que a captación de fondos se refiere.

Si se analizan las cifras de captación para el conjunto del mercado europeo proporcionadas por Invest Europe y agrupadas por zonas, Francia, Países Bajos y Bélgica reúnen el 22,2 % del total, seguidos del Reino Unido con un 10,2 % y el grupo de España, Portugal, Italia y Grecia captan el 5,2 % de los fondos de capital privado de Europa. El grueso de los fondos captados por el capital privado de Europa procede de Norteamérica, con un 23,4 %, y de Australia y Asia, con un 19,9 %.

En Europa y según el informe de Pitchbook³⁶, 2022 fue el año con un mayor número de operaciones, pero más pequeñas. Solo 36 operaciones superaron los 1.000 millones de euros, la cifra más baja de los últimos 9 años y ninguna de ellas se registró en el cuarto trimestre. Sí se ha producido un incremento en el número de compras *add-on*. Una de las razones de este descenso de las grandes operaciones ha sido la mayor cautela de los gestores ante la incertidumbre económica. El número y volumen de salidas también fue el más bajo en 9 años. En España, solo un 1,6 % de las operaciones fue superior a 200 millones de euros, y el grueso de las inversiones

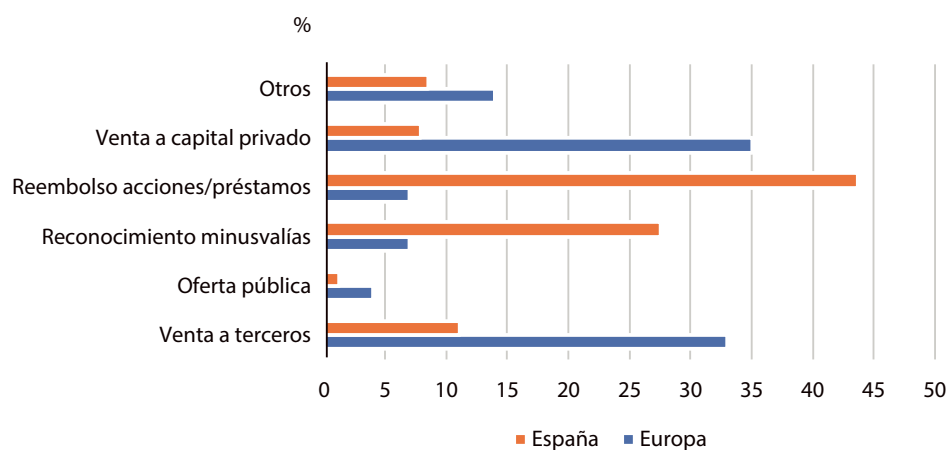
36 Pitchbook (2022).

fueron en operaciones entre los 2,5 y los 5 millones de euros, y en las denominadas *lower middle market* (inversión entre 5 y 10 millones de euros).

En relación con las alternativas de desinversión del capital privado, en España ha sido mayoritario durante los últimos años el reembolso de préstamos, mientras que las salidas a bolsa son la alternativa menos utilizada, si bien en Europa tampoco alcanzan cifras superiores al 7 % del capital desinvertido. El gráfico 11 recoge las modalidades de desinversión del capital privado en Europa y España en porcentaje sobre el total del año 2023. En el caso de España, son también muy relevantes los reconocimientos de minusvalías en las inversiones realizadas.

Alternativas desinversión. Total 2023

GRÁFICO 11



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

7 Principales aspectos a considerar por parte de los supervisores

Los supervisores de los mercados de valores tienen, en la mayoría de las jurisdicciones, dos mandatos prioritarios: la protección del inversor y garantizar el funcionamiento ordenado de los mercados. Los supervisores macroprudenciales tienen como objetivo contribuir a la salvaguarda de la estabilidad del sistema financiero.

Con respecto a la protección del inversor, los mercados privados, tanto de capital como de crédito, habían quedado en la práctica fuera de la comercialización a los inversores minoristas; sin embargo, los recientes cambios normativos recogen ahora la posibilidad de que los pequeños ahorradores puedan invertir en fondos de capital privado por un importe mínimo inicial de 10.000 euros, frente a los 100.000 euros que se exigían anteriormente.

A continuación, se detallan los principales aspectos que los supervisores deben considerar en relación con la actividad de la financiación privada.

Supervisión macroprudencial

Uno de los mayores retos para la supervisión y, en particular, la identificación, monitorización y contención del riesgo sistémico, se deriva de la (escasa) regulación de los requisitos de información y transparencia en una buena parte de las jurisdicciones relevantes, de su heterogeneidad y de su alcance limitado, unido a la nula o escasa exigencia de compartir información entre los actores (y, en su caso, supervisores) presentes en los mercados privados y los supervisores del sistema financiero regulado. Esto es especialmente relevante en los aspectos que se detallan a continuación, dado que, en definitiva, la interrelación e interconexión de las finanzas privadas con el sector financiero regulado son importantes y dicha debilidad en la información puede suponer un impedimento significativo para la labor de los supervisores en su función de contención del riesgo sistémico.

Apalancamiento

De acuerdo con el BIS³⁷, existen tres fuentes de apalancamiento en las operaciones de capital privado: i) la deuda inicial que la compañía objeto de inversión tiene antes de la operación; ii) la que propiamente añaden los gestores (GP) de capital privado al financiar con préstamos o con la emisión de bonos la adquisición de la empresa objetivo —y de acuerdo con el BCE, las empresas participadas por el capital privado en Europa suponen el 80 % de los préstamos apalancados del continente y en EE. UU. el 50 %—, y iii) mediante las denominadas *subscription credit lines* (SCL), que son los préstamos garantizados por el capital comprometido de los

37 Aldasoro, Doerr y Zhou (2022).

inversores (LP) a los que acuden los gestores cuando buscan mayor flexibilidad y una menor frecuencia en la petición del capital comprometido por los inversores. Desde hace diez años se ha añadido una nueva vía de apalancamiento, cuya actividad ha crecido ante la dificultad de las gestoras para captar nuevos fondos en un entorno de tipos de interés más altos: algunas gestoras han comenzado a solicitar préstamos garantizados por el valor neto de sus carteras de activos de los fondos constituidos (*NAV loans*), en lugar de endeudar directamente una sola empresa. Según datos de la Fund Finance Association, se estima que el mercado de financiación NAV pase de los 100.000 millones de dólares de 2023 a los 600.000 en 2029. Sin embargo, en el segundo semestre de 2023 los préstamos solicitados al valor neto de los activos (*NAV loans*) se redujeron en un 90 % como consecuencia de las reticencias y preocupaciones que esta actividad suscita entre los inversores institucionales. Esta reducción del apalancamiento es una muestra del poder de influencia de los inversores institucionales sobre los gestores privados y cómo su elevado nivel de reconocimiento de riesgos les permite imponer cierta capacidad de autorregulación a los gestores mediante los *NAV loans*, que se han venido utilizando en muchas ocasiones para pagar dividendos a los inversores a pesar de que no se hubiesen desinvertido los activos del fondo.

Con respecto a lo que el Financial Stability Board³⁸ (FSB) denomina *apalancamiento sintético*, generado a través de instrumentos derivados, en el momento actual, no parece ser preocupante ni presente en el capital y la deuda privados, a diferencia de los *hedge funds*, que el FSB ha identificado como una fuente potencial de inestabilidad financiera. Este apalancamiento sintético fue uno de los elementos propagadores y aceleradores de la gran crisis financiera de 2008.

Al igual que ha sucedido en otros segmentos del mercado, tras la gran crisis financiera, el papel financiador de los bancos se ha ido desplazando hacia los prestamistas no bancarios. Otras formas de apalancamiento a las que varias gestoras de capital privado habrían acudido recientemente son los préstamos garantizados para pagar dividendos a los inversores de fondos de pensiones y soberanos y también para financiar compras de compañías.

Las compras apalancadas (*leveraged buyouts*) merecen ser especial objeto de atención por parte de los supervisores por:

- i) El incremento del endeudamiento que puede suponer para las empresas objetivo, que pueden comprometer su viabilidad.
- ii) El papel de los bancos en la financiación de las operaciones.
- iii) La utilización de ingeniería fiscal en el pago de dividendos a las gestoras mediante endeudamiento de la empresa adquirida (*leveraged recapitalization dividend*).

El BCE³⁹, en su guía de operaciones apalancadas de 2017, señala que las instituciones de crédito deberán considerar como *leveraged transaction* cualquiera que cumpla al menos una de las siguientes condiciones: i) todos aquellos préstamos y créditos a prestatarios cuya ratio de deuda total sobre EBITDA sea superior a 4 y ii) todos

38 Financial Stability Board (2023)

39 European Central Bank (2017).

los préstamos o exposiciones de crédito en los que el prestamista es propiedad de uno o varios *financial sponsors*, que, de acuerdo con el BCE, son empresas de inversión que desarrollan la actividad de capital privado o préstamos apalancados.

Esta definición de operación apalancada ha podido propiciar el trasvase de una parte de estos préstamos de los bancos a las gestoras de crédito privado. A lo largo de 2022 se observó a nivel global un importante descenso del 50 % en la concesión de préstamos apalancados como respuesta de las entidades de crédito a la incertidumbre macroeconómica, unido a una financiación del crédito privado de más del 59 % de las operaciones. No obstante, y como señala Moody's⁴⁰, existe el riesgo de que la creciente competencia entre el segmento de los préstamos sindicados y el del crédito privado pueda relajar los estándares de concesión de financiación a las LBO una vez vuelva a reactivarse esta actividad. De acuerdo con datos del BCE recogidos en su informe *Q4 2023 European Credit Markets Quarterly Wrap*, en el año 2023, un 81 % de las operaciones de LBO europeas fueron financiadas por el crédito privado, mientras que en 2021 el porcentaje era del 56 %.

En octubre de 2024 se hizo público un acuerdo entre la gestora Apollo y Citigroup para originar 25.000 millones de dólares destinados a financiar compras de empresas. Según este acuerdo, sería Apollo quien aportaría los fondos y Citigroup se limitaría a buscar las operaciones, en un trascendente giro de funciones tradicionales, en el que la banca de inversión pasa a ser un mero facilitador de acuerdos y la financiación la aportaría la gestora Apollo.

Mediante directiva de la UE se incluirían unos límites al apalancamiento de los fondos de crédito privado. En el caso de aquellos fondos de crédito que permitan reembolsos, el límite de apalancamiento en relación con el valor neto del fondo será del 175 % y del 300 % en los que no permitan reembolsos antes de la fecha de vencimiento de los créditos de la cartera. Hay que destacar que de producirse una caída en el valor de los créditos de la cartera, como sucedió durante la crisis de 2008, los fondos podrían superar los límites preestablecidos y deberían liquidar parte de los créditos.

Junto con el apalancamiento, los supervisores prudenciales deben prestar atención a las relaciones y al nivel de actividad que las entidades de crédito mantienen con las gestoras de capital y deuda privada, como ya vienen haciendo.

Un artículo del BCE⁴¹ ya advertía en 2007 de los riesgos para las entidades de crédito de la financiación de compras apalancadas. Varios autores como Kaplan y Strömberg⁴² (2009), críticos con la actividad del capital privado, señalan que la operativa de compras apalancadas (LBO) acaba imponiendo una elevada carga de deuda a las empresas objetivo y de riesgo de crédito para el sector bancario. En unos casos puede perjudicar la rentabilidad futura de la empresa, al comprometer con los pagos de intereses los beneficios de la empresa, aun contando con EBITDA positivo.

40 Financial Times (2023).

41 European Central Bank (2007).

42 Kaplan y Strömberg (2009).

Actividad procíclica

Autores como Bernstein, Lerner y Mezzanotti (2019⁴³) o Aramonte y Avalos del BIS⁴⁴, entre otros, apuntan a que la actividad del capital privado es procíclica y además está positivamente correlacionada con la evolución de los índices bursátiles.

Los bajos tipos de interés registrados hasta 2022 supusieron un importante crecimiento de las operaciones de crédito privado. Ahora, en un entorno de tipos de interés más altos, deberá comprobarse la robustez del mercado de crédito, especialmente de aquellas operaciones que se realizaron en el año 2021 con tipos cercanos a cero y con empresas de muy pequeño tamaño. A partir de 2022 el escenario ha sido muy diferente, con mayores tipos de interés y peores perspectivas de crecimiento, lo que puede perjudicar la capacidad de devolución de los préstamos. Además, la comentada falta de OPV dificulta la desinversión y ralentiza la entrada de inversores y proyectos de inversión nuevos.

Mientras la dependencia e interrelación de los niveles de tipos de interés con los mercados privados de capital sea muy elevada, hay varios factores que amortiguarían la naturaleza procíclica:

- i) El elevado nivel de *dry powder* que mantienen las gestoras y que superaba los 3,7 billones de dólares a mediados de 2023.
- ii) La ausencia de valoraciones *mark to market*, que reduciría el impacto de la volatilidad en las carteras y permitiría ajustar las valoraciones a periodos más largos y con posibilidad de *retorno a la normalidad*.
- iii) La naturaleza cerrada de los fondos, que evita las ventas por estrés de activos en cartera en momentos de tensión en los mercados.
- iv) La exhaustiva información que las gestoras tienen sobre las compañías en las que invierten y en cuya gestión participan activamente. En los mercados de deuda privada, además, existen relaciones bilaterales con los deudores lo que mejora la información crediticia y la capacidad de renegociación de los préstamos.

Algunas gestoras⁴⁵ de capital privado están ahora recomprando, con un descuento sobre el nominal, la deuda de las empresas participadas con las que financiaron sus adquisiciones. Ante la reducción de las operaciones de fusión y adquisición y la liquidez de la que disponen, la recompra de deuda con descuento es una alternativa respecto a mejorar la rentabilidad de las operaciones *vintage* ya en marcha.

Dependencia de determinados sectores/industrias respecto de la financiación privada

La actividad del capital privado está muy centrada en determinados segmentos como la tecnología y la salud, mientras que las empresas de tamaño mediano y

43 Bernstein, Lerner y Mezzanotti (2019).

44 Aramonte y Avalos (2021).

45 Bloomberg (2023).

pequeño cuentan con el crédito privado como principal recurso de financiación. Una ralentización de la actividad en los mercados de financiación privada puede afectar a las posibilidades de financiación en las fases de crecimiento y de maduración de un importante número de empresas innovadoras y que aportan una elevada creación de empleo.

Contrapartes

Existe una pluralidad de inversores en los vehículos utilizados por el capital y la deuda privados, a diferencia de lo que sucede en los mercados de derivados, en los que suele haber contrapartes únicas. Esta circunstancia, aunque por un lado expande los potenciales problemas, por otro limita la exposición y las posibles pérdidas individuales.

Compras de carteras de crédito de bancos por parte del crédito privado

En marzo de 2024 Apollo hizo público el acuerdo para comprar 8.000 millones de deuda *senior* de UBS como continuación de su acuerdo inicial de 2022 para la venta de la unidad de préstamos estructurados de UBS al grupo Apollo.

Creciente interdependencia de los gestores y las compañías de seguros

De acuerdo con *The Economist*⁴⁶, los gestores de capital y deuda privados están adquiriendo participaciones y asociándose con compañías de seguros en busca de un mejor acceso a activos a largo plazo gestionados por las aseguradoras que los hacen idóneos para las inversiones menos líquidas del capital y deuda privados. En especial, en el segmento del crédito, según la National Association of Insurance Commissioners (NAIC) en 2022 el 29 % de los bonos en la cartera de las aseguradoras participadas por el capital privado eran estructurados, frente al 11 % de la media de aseguradoras. Fitch estimó en una muestra de aseguradoras participadas por el capital privado que los activos de nivel 3 —es decir, sin valores de mercado precisos— ascendían al 19 % del balance, 4 veces más que en el resto de compañías de seguros.

Protección al inversor e integridad de mercado

La participación de inversores minoristas en los mercados de financiación privada

Hasta hace muy poco tiempo los inversores minoristas estaban al margen de la inversión en los mercados privados de capital y deuda por tres motivos principales:

- i) Las restricciones regulatorias, que impedían a los minoristas la inversión en este tipo de activos.
- ii) Los elevados volúmenes mínimos de inversión que las gestoras imponían.
- iii) La falta de canales de distribución dirigidos a minoristas.

46 The Economist (2024).

Los inversores institucionales continúan siendo, de manera muy mayoritaria, los proveedores principales de fondos de los mercados de financiación privada. Sin embargo, las recientes modificaciones normativas tanto en EE. UU. como en Europa, la innovación tecnológica (con las posibilidades de la tecnología *blockchain* para permitir la tokenización de participaciones en fondos) y las nuevas estructuras de fondos abiertos han abierto la posibilidad de acceso de los inversores minoristas a la financiación privada. No se tiene constancia de la venta de exposiciones sintéticas, vía instrumentos derivados, al capital y deuda privados, pero en este caso los riesgos inherentes para los inversores minoristas aumentarían, al incluir el riesgo de crédito de las contrapartes de los derivados, y desde el punto de vista de la estabilidad financiera sí podrían alcanzarse niveles de exposición relevantes, como llegó a suceder en la crisis *subprime* con los activos inmobiliarios subyacentes de instrumentos estructurados.

En cuanto a las modificaciones normativas, en EE. UU. el Departamento de Trabajo emitió en el año 2020 una declaración por la que autorizaba a determinados planes de pensiones dentro de la categoría 401(k)⁴⁷ a incorporar el capital privado como activos de inversión aptos. En ese mismo año la SEC amplió la definición de *accredited investor* para incluir a inversores con suficiente conocimiento y experiencia, sin considerar exclusivamente su patrimonio. En agosto de 2023, la SEC modificó la normativa con el fin de lograr una mayor transparencia aplicable a los asesores de fondos de capital privado. A partir de entonces, los asesores de fondos deberían detallar a los inversores, con carácter trimestral, la información sobre comisiones, gastos y rentabilidad de los fondos. Además, anualmente comunicarían a los partícipes las cuentas auditadas de cada fondo que recomendasen, además de una opinión sobre la valoración, cuando recomendasen una transacción en el mercado secundario.

En la UE, en 2023, el Parlamento Europeo aprobó modificaciones en la normativa sobre *European long-term investment funds* (ELTIF o fondos de inversión a largo plazo europeos, FILPE) diseñada para canalizar fondos a largo plazo con los que financiar las transiciones digitales y de sostenibilidad y que pueden ser claves en la financiación de pequeñas y medianas empresas, así como de proyectos a largo plazo en sectores tales como el transporte, las infraestructuras, y la generación y distribución de energía sostenible. En España, la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (Ley Crea y Crece) permite a los minoristas la adquisición de participaciones con un mínimo de inversión que ha pasado a situarse en 10.000 euros, frente a los 100.000 euros anteriores (art. 74 bis). Debe cumplirse además que el cliente reciba una recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento y que no se supere el 10 % de la cartera cuando el patrimonio financiero sea inferior a 500.000 euros.

El ecosistema *fintech* está comenzando a desarrollar varias iniciativas que tratan de proporcionar un canal directo de acceso entre gestoras e inversores minoristas que ofrece la digitalización de la mayor parte del proceso de inversión e incluye, para las gestoras, las etapas de evaluación de los potenciales clientes, el cumplimiento de los requisitos de MiFID para este tipo de inversión, el cumplimiento de las normas de blanqueo de capitales y, finalmente, la adquisición una vez cumplidos los requisitos exigibles. Alguna de estas iniciativas cuenta con una plataforma

47 Planes de pensiones que las empresas ofrecen a sus empleados y cuyas contribuciones son deducibles fiscalmente.

dedicada a la educación del inversor, para que conozca los riesgos y particularidades de este tipo de inversión. Varias plataformas como Moonfare, con sede en Berlín, e iCapital, en Nueva York, ofrecen el acceso a fondos de capital privado mediante la agrupación (*pooling*) de las inversiones de minoristas. Estas plataformas están explorando la posibilidad de crear mercados secundarios⁴⁸ que provean de liquidez a los minoristas y, en el caso de Moonfare, ofrece dos ventanas liquidez al año para vender las participaciones en los fondos y facilita liquidez con Lexington Partners, en determinadas circunstancias.

Falta de liquidez y transparencia

Dadas las particulares características de la inversión en capital y deuda privados, esta incorporación potencial de los inversores minoristas debe efectuarse en un marco especial que atienda, cuanto menos, dos de los rasgos diferenciadores de esta actividad: la liquidez restringida durante periodos preestablecidos y su menor transparencia respecto a los mercados públicos. Para los propios supervisores, el paulatino desplazamiento de la actividad desde los mercados públicos a los privados tendrá importantes consecuencias no solo desde el punto de vista de la capacidad supervisora por la menor información y el traslado de riesgos al segmento privado.

Estos dos rasgos diferenciadores inciden directamente en un aspecto crucial en la toma de decisiones de inversión: la correcta valoración de las participaciones en los fondos, ya que no existen mercados secundarios diarios para los activos de la cartera y, además, la venta de participaciones está limitada a ventanas predeterminadas. En relación con las valoraciones realizadas por las gestoras, de acuerdo con información publicada el 27 de septiembre de 2024 por el *Financial Times*, el supervisor del Reino Unido, la Financial Conduct Authority (FCA), tiene previsto comenzar a analizar qué personas son responsables de las valoraciones, cómo se reportan al comité de dirección y al consejo y qué otros procedimientos de gobierno corporativo existen.

Las gestoras de capital y crédito privado internacionales (Blackstone y Goldman Sachs como pioneras) están lanzando fondos abiertos (fondos semilíquidos o *interval funds*) con mayores facilidades para la desinversión al objeto de captar la inversión de minoristas. Las ventanas de liquidez de estos fondos abiertos se realizan al valor neto de los activos (NAV), lo que dada la iliquidez y falta de mercado secundario de referencia deja en manos de las gestoras la valoración de estos reembolsos de capital. Es decir, para los minoristas se resolvería, al menos en ciertas ventanas temporales, el problema de la iliquidez, pero se mantiene la complejidad de las valoraciones de las carteras.

Resulta fundamental, como ya lo están haciendo muchas entidades, que las propias gestoras y distribuidores de fondos refuercen las garantías y salvaguardas en la comercialización a los minoristas de participaciones en capital y deuda privados. La formación al inversor, aunque imprescindible, requiere de un periodo de tiempo prolongado y continuado para lograr su objetivo, por lo que es el propio sector el que más interés debe poner en una correcta comercialización, si quiere obtener

una diversificación de fuentes de financiación continuada y alejada de potenciales problemas iniciados por una inadecuada comercialización.

En EE. UU., las gestoras de capital privado están empezando a adquirir participaciones en empresas de auditoría, en concreto, 10 de las 30 mayores auditoras de EE. UU. podrían pasar pronto a ser propiedad del capital privado. Esta circunstancia ya ha generado las primeras reticencias entre los supervisores, que abogan por garantizar la independencia de la actividad de auditoría y evitar cualquier conflicto de intereses de cara a las valoraciones de las empresas en cartera de las gestoras de capital privado.

Dificultad de valoración y asimetrías de información

Uno de los riesgos de la entrada de minoristas reside en las valoraciones, a causa de su mayor complejidad debido a: i) la iliquidez y singularidad de las diferentes carteras de inversión de los gestores de capital privado, ii) la inexistencia en muchas ocasiones de compañías comparables, iii) la falta de transparencia y, por último, iii) las elevadas valoraciones registradas en las últimas etapas antes de su salida a bolsa o venta a otra compañía. Además, los potenciales inversores se enfrentan a asimetrías en la información a la hora de determinar el precio de emisión, mientras que los propietarios cuentan con datos de carácter reservado sobre su negocio.

Cada cartera de cada fondo de capital privado presenta una unicidad no replicable, ya que las empresas/proyectos objeto de inversión suelen estar participados por un solo fondo y además no cotizan en mercados secundarios. Esto vuelve extraordinariamente compleja la valoración para los inversores minoristas, tanto por la falta de información como por la propia dificultad de los modelos de valoración de empresas, en cuyo precio de referencia se incluyen de manera muy determinante las expectativas futuras de negocio. Muchas de estas compañías son además disruptivas en su segmento, de manera que su valoración es aún mucho más compleja, ya que actúan en sectores con importantes economías de red, en las que la primera empresa se hace con el mercado (*winner takes it all*).

Como se ha comentado, es habitual que las *startups* realicen varias rondas de captación de capital desde su creación antes de proceder a la OPV o a la venta a una tercera empresa. En especial, la inversión en el denominado *late-stage venture*, que se corresponde con empresas que tienen ventas y EBITDA positivos y que pueden considerarse como empresas pre-OPV. Con frecuencia, la valoración de las *startups* experimenta importantes incrementos que coinciden con las expectativas de éxito de su plan de negocios. Estos aumentos de las valoraciones de las empresas antes de la OPV conllevan entre otros riesgos: que la valoración sea irreal y ponga en peligro tanto el propio éxito de la OPV como la rentabilidad de los accionistas que acuden a ella y a los inversores que participan en las últimas rondas pre-OPV, entre los que puede haber inversores minoristas animados por las altas valoraciones. Las elevadas valoraciones de *startups* alcanzaron máximos con el COVID-19, ya que se sobreestimó el potencial de los modelos de negocio de empresas con un importante componente de actividad digital. La superación de la pandemia ha tenido como resultado una revaluación de las expectativas de negocio digital y, en consecuencia, un ajuste a la baja en las valoraciones. Esta corrección es más acusada en las compañías en fases avanzadas, ya que muchas cerraron rondas entre 2020 y 2022 a múltiplos muy elevados y fuera del mercado actual. Algunas empresas conocidas como *unicornios*, que llegaron a estar valoradas en más de 1.000 millones de dólares,

han perdido esta condición e incluso tienen comprometida su capacidad de llegar a cifras de EBITDA, lo que ha dado lugar a que se las conozca como *zombicornios*. En ocasiones, cuando los unicornios acuden a nuevas rondas de financiación, se revisan sus modelos de negocio y las valoraciones pueden caer por un deterioro de sus expectativas.

Aunque las etapas de *late-stage* se han venido asimilando como pre-OPV, tanto por los volúmenes captados como por las altas valoraciones de las compañías, existe el riesgo de una falta de revisión y escrutinio asimilables a los que toda OPV conlleva por parte de los supervisores, las empresas auditoras y los bancos de inversión, y que supone un exhaustivo análisis de las cuentas y perspectivas de la compañía. Estas elevadas valoraciones pre-OPV pueden llevar a operaciones de salida a bolsa fallidas por un precio de salida muy elevado que además tenga un efecto desincentivador para los inversores de cara a nuevas OPV.

Como elemento indicativo del atractivo que las empresas en crecimiento suponen para el inversor minorista en el mercado español, de acuerdo con los datos sobre el comportamiento y características de los inversores minoristas en los mercados financieros en 2022 publicado por la CNMV, merece destacar la importante participación (superior al 35 % de las operaciones) de dichos inversores en el Ibex Growth Market 15, muy por encima del 6 % en el Ibex 35.

Con respecto a la menor accesibilidad a la información de los mercados privados, las empresas difusoras de información, como MSCI, y de *rating*, como Standard & Poor's, calculan y publican diferentes índices de mercados privados. S&P Dow Jones lanzó el S&P Listed Private Equity Index en 2007, con más de 50 gestoras constituyentes y que intenta obtener una representación del rendimiento de las gestoras. Los índices elaborados por MSCI incluyen más de 20.000 fondos de capital y deuda privados y, en este caso, buscan representar los rendimientos de los diferentes fondos de capital y deuda privados.

En junio de 2024, el Tribunal de Apelaciones de Nueva Orleans emitió un fallo a favor de seis grupos de capital privado por el que se dejaba sin efecto la norma de transparencia aprobada en 2023 por la SEC y según la cual las gestoras debían publicar informes trimestrales de rendimientos y comisiones, realizar auditorías anuales y cesar el trato preferente a algunos inversores sobre reembolsos y accesos especiales a activos de la cartera.

Posibles conflictos de intereses entre diferentes inversores

Uno de los potenciales conflictos de intereses a los que se enfrentarían las gestoras tiene su origen en una ejecución temporal dilatada de las inversiones de los vehículos, con entradas de inversores en ese periodo a diferentes valoraciones y una salida única de estas para todos los participantes. Este potencial conflicto de intereses se da porque, en ocasiones, las gestoras realizan inversiones antes de cerrar los vehículos de inversión y posteriormente, durante el periodo de captación, que tiene un horizonte temporal mayor que el de los fondos de inversión tradicionales. Cuando se liquidan las inversiones, el precio de salida es el mismo para todos los inversores, con independencia de su momento de entrada. Durante el periodo de colocación, la valoración de las inversiones tiende a variar en función de las expectativas de viabilidad de cada proyecto, sin que tampoco exista un valor de mercado de referencia. Por este motivo, en función del momento temporal de entrada, los precios

pagados por cada inversor pueden ser diferentes sin que, especialmente los inversores minoristas, puedan contrastar su idoneidad. Para paliar este efecto, la CNMV sugiere que se introduzcan medidas antidilutivas para minimizar los potenciales conflictos de intereses.

La CNMV viene aplicando el criterio de limitar a un máximo de 24 meses el periodo de captación de inversores y de establecer primas de ecualización que garanticen un trato equitativo a todos ellos.

Integridad de mercado: contagio de los mercados privados-públicos

Los gestores de capital y deuda privados no están obligados a liquidar posiciones en momentos de tensión en los mercados, forzados por los reembolsos de los inversores. Los vehículos de los mercados privados son cerrados y además invierten en activos no cotizados que suelen reflejar con retraso (entre dos y tres trimestres) en sus valoraciones los descensos en los mercados públicos. Por lo tanto, desde el punto de vista de las variaciones de precios, no es tan probable que los mercados privados puedan generar tensiones en los públicos. En sentido contrario, las correcciones significativas en los mercados públicos sí pueden incidir en un menor ritmo de captación de fondos en los mercados privados y dificultar el proceso de desinversión mediante OPV.

Con respecto a los inversores institucionales, las pérdidas en los mercados privados sí pueden afectar a las rentabilidades globales y al valor de sus carteras, lo que podría comprometer sus obligaciones o su capacidad de inversión en otros segmentos o forzar liquidaciones de activos en mercados organizados. Por ello, los supervisores deben realizar un seguimiento de sus exposiciones y concentración a los mercados privados.

Trabajo de IOSCO en el ámbito de los mercados privados

La CNMV ha sido miembro del grupo de trabajo de IOSCO que ha elaborado el documento *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance*, publicado en septiembre de 2023, en el que se analiza el desarrollo de los mercados de financiación privada y las cuestiones de mayor interés para los supervisores en función de los principales riesgos potenciales detectados.

8 Los mercados privados y la inversión sostenible

De acuerdo con Eccles *et al.* (2022⁴⁹), la industria del capital privado, hasta la fecha, ha buscado la obtención de resultados con poca atención a la sostenibilidad a largo plazo o su impacto en la sociedad. Sin embargo, los autores destacan que el modelo de negocio del capital privado tiene importantes ventajas sobre las empresas que cotizan en bolsa cuando se trata de poner en práctica una agenda de sostenibilidad.

Los gestores de capital privado tienen el control de la propiedad y el gobierno corporativo de las empresas participadas, acceso a la información financiera y de sostenibilidad e, incluso, tienen la capacidad de reemplazar a aquellos CEO que no cumplan con los objetivos establecidos. Además, las empresas participadas por el capital privado operan con un horizonte temporal superior a de las cotizadas, lo que les proporciona más tiempo para realizar inversiones sostenibles sin la presión de los resultados trimestrales.

Siguiendo con Eccles *et al.* (2022), es improbable que los gestores vayan a integrar una estrategia con principios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) si no consideran que vaya a ser rentable a largo plazo. De hecho, en agosto de 2022, nueve de los diez gestores de capital privado más importantes del mundo eran miembros de Principles for Responsible Investment (PRI).

Eccles *et al.* (2022) señalan tres factores que están impulsando la estrategia ASG dentro de la industria del capital privado:

- i) Los principios ASG son cada vez más importantes para los inversores (*limited partners*) de la industria. Los mayores inversores —fondos soberanos y de pensiones— están especialmente concienciados sobre los efectos del cambio climático y la desigualdad. Según un informe del Instituto Superior de Educación, Administración y Desarrollo (ISEAD), el 90 % de los inversores en capital privado incluyen la estrategia ASG en sus decisiones de inversión y el 77 % la utiliza para seleccionar a los gestores.

Además, el auge de la coinversión, explicada anteriormente en este documento, es una medida adicional de presión para los gestores.

- ii) El segundo factor es la creencia de muchos inversores y gestores de que la política ASG será esencial para seguir ofreciendo los tradicionales altos retornos del capital privado. También académicos como George Serafeim, de Harvard Business School, piensan que la estrategia ASG puede sustentar la mayor rentabilidad del capital privado sobre las empresas cotizadas.
- iii) La tercera es el propio reconocimiento de la importancia de la política ASG por parte de las empresas participadas por el capital privado y que se reflejan en las preferencias de empleados y clientes.

49 Eccles *et al.* (2022).

Los gestores de capital privado líderes en ASG han sofisticado sus actuaciones de tres maneras: i) integrar los factores ASG en los *due diligence*, periodos de inversión y estrategias de salida, ii) incrementar la transparencia en el reporte de los retornos de la sostenibilidad y iii) evaluar y mejorar las capacidades de las empresas participadas en ASG.

Finalmente, según el estudio *Clean Energy Startups Radar*, de la consultora Oliver Wyman, el *venture capital* ha incrementado muy significativamente la inversión en *startups* de energía limpia y ha multiplicado sus inversiones por seis en apenas tres años. Se ha pasado de los 1.900 millones de dólares previos a la pandemia hasta 12.300 millones. Este incremento histórico se produjo a pesar de la caída de actividad del capital privado.

El estudio de Oliver Wyman señala que los principales catalizadores del auge de la inversión del capital privado y *venture capital* en energías verdes han sido la Ley de Reducción de la Inflación (Inflation Reduction Act) en EE. UU. y la Ley de Industria Neta Cero de la Unión Europea.

Según los datos del informe anual de Mckinsey sobre los mercados privados⁵⁰, 2022 fue el mejor año de la historia en la captación de fondos centrados en ASG. En el primer semestre de 2022 se captaron 24.000 millones de dólares. Las operaciones que tenían la caracterización de sostenibles alcanzaron los 200.000 millones de dólares con un incremento del 7 % con respecto al anterior ejercicio, con la energía y el transporte como los sectores con mayores operaciones.

Se estima que la proporción de captación de fondos (*fundraising*) canalizada a través de gestoras con una política de inversión que incluye factores ASG se ha incrementado a un 66 % del total, lo que supone un nuevo hito histórico.

De acuerdo con Mckinsey, esta creciente incorporación de los criterios ASG a las políticas de inversión es el resultado de varios factores. El primero y más importante es la evidencia de una correlación positiva entre ASG y la rentabilidad. Estudios de Mckinsey han mostrado que aquellas compañías con mejores criterios ASG que otras empresas que también superaban a sus competidores en crecimiento y márgenes rebasaban en 200 puntos básicos la rentabilidad a los accionistas; es decir, que el mejor desempeño en ASG supone una mayor retribución a los accionistas. El segundo elemento son los incentivos gubernamentales a ciertas inversiones ASG como la Inflation Reduction Act de EE. UU. En tercer lugar se sitúan ciertos factores geopolíticos y macroeconómicos que han focalizado el interés de los inversores en fuentes de energía alternativa y la búsqueda de la independencia energética. Y por último, de nuevo, como se ha comentado anteriormente, los inversores están incorporando los factores ASG en sus procesos de asignación de capital. Una reciente encuesta señalaba que el 75 % de los inversores en los mercados privados considerarían dejar de asignar capital a gestoras que no cumplan con unos estándares ASG aceptables.

En definitiva, la consideración de factores ASG no se limita a la actividad de captación de fondos, sino que se extiende a todo el ciclo de inversión y va desde la selección de activos hasta la creación de valor y la planificación de salida de la empresa.

En España, SpainCap publicó en diciembre de 2024 el informe *Compromiso con la sostenibilidad del capital privado*, en el que se recogen el cumplimiento y seguimiento de los principales aspectos ASG recopilados mediante encuesta a 91 gestoras.

Conclusiones

Los mercados privados de capital y deuda han experimentado un sostenido crecimiento, especialmente importante desde finales del año 2016 hasta 2022. Los elevados niveles de capital disponible en este periodo han permitido financiar las etapas más maduras de las empresas sin necesidad de acudir a las salidas a bolsa y, además, realizar operaciones de capital y deuda de mayor volumen que han hecho posible financiar empresas de mayor tamaño.

Los mercados privados de capital y deuda se han convertido en herramientas muy importantes para la financiación de empresas de pequeño tamaño o de sectores innovadores, que, además, tienen dificultades para acceder a la financiación bancaria tradicional. El crecimiento del crédito privado ha estado, en buena parte, sustentado por la retirada de los bancos de la financiación de las operaciones apalancadas en respuesta a los cambios normativos tras la crisis de 2008 y el mayor consumo de capital de los préstamos a pymes. Las gestoras han lanzado incluso ETF sobre crédito.

El importante desarrollo de los mercados privados observado durante los últimos años constituye algo más que un hecho coyuntural y excepcional, aunque no puedan sostenerse los niveles de crecimiento pasados. Tiene su origen en las modificaciones normativas de las entidades de crédito tras la gran crisis financiera y en cambios estructurales en las empresas demandantes de financiación. Si bien el entorno de bajos tipos de interés ha favorecido la entrada de inversores y fondos a los mercados privados, especialmente de capital, las preferencias por este tipo de financiación del ecosistema de empresas tecnológicas y de salud, las modificaciones normativas que han supuesto la retirada de los bancos de la financiación de determinadas empresas, los costes de información de las empresas cotizadas y el estilo de gobierno de las empresas de la nueva economía, con menores necesidades de capital fijo, suponen una base sólida para el mantenimiento de la importancia de los mercados privados. Tal y como destaca el informe Draghi, la financiación bancaria, con sus costes de capital asociados, no es la más idónea para la financiación de empresas innovadoras y es en esta área donde el capital y deuda privados juegan y pueden jugar un papel determinante, como ha demostrado EE. UU. Una nueva vía de investigación sería el análisis y seguimiento de posibles burbujas de valoraciones en sectores con importante afluencia de capital privado, como el de la inteligencia artificial, y de los potenciales efectos de un descenso en la asignación de fondos privados sobre el desarrollo de la industria y, en su caso, posibles efectos sistémicos.

Un entorno de tipos de interés elevados puede ralentizar la entrada de nuevos fondos a los mercados de capital privado, alargar los periodos de comercialización y repercutir negativamente en las valoraciones de las empresas participadas, así como reducir la creación de valor vía apalancamiento. Dada la concentración en la captación de fondos que se ha observado en 2023 y 2024, no es descartable un proceso de consolidación de gestoras en los próximos años desde las más de 10.000 actuales. Por el contrario, el segmento del crédito privado sigue expandiéndose en

un entorno de altos tipos de interés por la posibilidad de obtener mayores rentabilidades y por un trasvase del negocio desde las operaciones apalancadas hacia el crédito. Dado que la mayoría de las operaciones de financiación privada se realizan a tipos variables, el nuevo entorno de tipos elevados puede comprometer la viabilidad y rentabilidad de las empresas.

Desde un punto de vista supervisor, los mercados privados deben ser objeto de un adecuado seguimiento por parte de las autoridades por su creciente importancia y por las interrelaciones con las nuevas empresas, los mercados regulados y los inversores minoristas. El desplazamiento de la actividad de los mercados públicos a los privados tendrá efectos como la disminución de la capacidad de supervisión o el traslado de riesgos a entidades no supervisadas y con ello puede afectar incluso a los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Empiezan a ser habituales alianzas entre gestoras de deuda privada y bancos de inversión, en las que son las gestoras las que proveen de fondos, reduciéndose el papel de los bancos a la identificación de potenciales clientes y el contacto con ellos. Es previsible que también se produzcan alianzas entre gestoras privadas y fondos de inversión tradicionales para la distribución de productos alternativos a una base más amplia de inversores. Si bien, hoy en día y por la evolución de los volúmenes de activos gestionados, no estarían representando una amenaza sistémica inmediata, deben mantenerse los procedimientos de seguimiento de la actividad. Aunque se ha observado una reducción en la utilización del apalancamiento como creador de valor en favor de las mejoras operativas, junto con un incremento de las operaciones de compras *add-on* sin utilización de endeudamiento, es necesario analizar y supervisar las relaciones con las entidades de crédito y otros agentes de la actividad financiera regulada y el incremento en los niveles de endeudamiento de las empresas objeto de las adquisiciones. En especial, debe vigilarse que, tras el previsible relanzamiento de la actividad, no se rebajen las exigencias de calidad crediticia en la financiación de las LBO (*race to the bottom*), por la competencia de los bancos con el crédito privado. Asimismo, es preciso observar la evolución del volumen de préstamos solicitados por las gestoras y garantizados por el valor de sus activos (*NAV loans*), y las implicaciones de estas operaciones para las entidades de crédito. Por último, también deben evaluarse las crecientes interrelaciones entre los gestores de capital privado y las aseguradoras y cómo podría impactar la adquisición de activos ilíquidos en los compromisos de las pensiones privadas.

En relación con la protección al inversor minorista, deben establecerse importantes cautelas en la comercialización de instrumentos de capital y deuda privados por sus especiales características de iliquidez y falta de información, lo que dificulta en extremo sus valoraciones y puede suponer una potencial fuente de conflictos de intereses entre las gestoras y los diferentes inversores. El difícil entorno de captación de fondos está llevando a muchas gestoras a buscar a los inversores minoristas como diversificación por su gran margen de crecimiento. Sin dudar de las potenciales ventajas de diversificación de la inversión de capital y deuda privados, se hace necesario un esfuerzo de educación financiera dirigido a los inversores minoristas, tradicionalmente al margen de este tipo de activos, para que comprendan las particularidades de esta modalidad de inversión. En especial, cuando parece que las empresas en crecimiento representan un atractivo para los inversores minoristas, como así demuestra su significativa participación en la negociación de BME Growth. Las elevadas valoraciones observadas en las empresas más maduras pueden suponer un doble riesgo: por un lado, la entrada de minoristas a precios con muy poco recorrido y, por otro, el fracaso de las salidas a bolsa de estas compañías y el efecto contagio a otras OPV ulteriores. Adicionalmente, las bolsas europeas tienen que

hacer frente a una creciente competencia por la captación de OPV por parte de Nasdaq y de NYSE, especialmente intensa en las empresas participadas por el *venture capital* de empresas tecnológicas.

Con respecto al capital privado español, hay que destacar que mantiene unos niveles de inversión en relación con el PIB muy similares a la media de Europa y mejores que otros países como Alemania. El destino sectorial de las inversiones también es muy parejo respecto a las medias observadas en Europa y, al igual que sucede en el continente, una gran mayoría de las inversiones —el 80 % en el caso de España— procede de gestoras extranjeras. Esta dependencia del capital extracomunitario, sobre todo estadounidense, es especialmente significativa para las rondas de financiación de las empresas más maduras y que necesitan mayores volúmenes de fondos.

Referencias bibliográficas

Aldasoro, I., Doerr, S. y Zhou, H. (2022). «Non-bank lenders in the syndicated loan market». BIS, *BIS Quarterly Review*, marzo.

Aramonte, S. y Avalos, F. (2021). «The rise of private markets». BIS, *BIS Quarterly Review*, diciembre. Disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112e.pdf

Ares (2020). *The Rise of Private Markets: Secular Trends in Non-Bank Lending and Their Economic Implications*. Febrero. Disponible en: <https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/202207/full/day1/03-c-01-private-debt-background2-a.pdf>

Bain & Company (2023). «Global Private Equity Report. Why Private Equity Is Targeting Individual Investors». Febrero. Disponible en: <https://www.bain.com/insights/why-private-equity-is-targeting-individual-investors-global-private-equity-report-2023/>

Bain & Company (2024). *Global Private Equity Report 2024*.

Barber, F. y Goold, M. (2007). «The Strategic Secret of Private Equity Why “buying to sell” can generate a much higher return on investment than the public company practice of “buying to keep”». *Harvard Business Review*.

Begum, E., Kant, R., Miller, A. y Sprague, K. (2016). «Grow fast or die slow: Why unicorns are staying private». McKinsey & Company. Mayo.

Berkner, M., Kaufman, J. y Foster, J. (2019). «Dual-Track Processes: How to Turbocharge Your Exit». Harvard Law School forum on corporate governance.

Bernstein, S., Lerner, J. y Mezzanotti, F. (2019). «Private equity and financial fragility during the crisis». *Review of Financial Studies*, Vol. 32, n.º 4, pp. 1.309-1.373.

BIS (s.f.). «Credit from All sectors to Non-financial corporations at Market value, US dollar, Adjusted for breaks».

BlackRock (2023). *Private debt: a primer*. Noviembre.

Bloomberg (2023). *Private equity's latest money-making trade: Buying its own debt*. Abril.

Boston Consulting Group (2021). *Potencial del Capital Privado para las aseguradoras y fondos de pensiones*. Enero.

Brau, J. C. y Fawcett, S. E. (2006) «Initial public offerings: An analysis of theory and practice». *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 399-436.

CNMV (2023). *Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros del 2019 al 2022*.

- CNMV (2024). *Preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados*.
- De Mol, A., Ramaswami, I., Rainey, B., Habbel, M. y Skolnik, O. (2023). *Global Private Equity Report Why Private Equity Is Targeting Individual Investors*. Bain & Company.
- Dealroom (2024). *The Spanish tech ecosystem Report 2024*. Disponible en: <https://dealroom.co/reports/the-spanish-tech-ecosystem-report-2024>
- Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness*.
- Eccles, R.G., Shandal, V., Young, D. y Montgomery, B. (2022). «Private Equity Should Take the Lead in Sustainability». *Harvard Business Review*, julio-agosto.
- Eccles, R.G., Shandal, V., Young, D. y Montgomery, B. (2022). «Private Equity Should Take the Lead in Sustainability». *Harvard Business Review*, julio-agosto.
- Erdogan, B., Kant, R., Miller, A. y Sprague, K. (2016). «Grow fast or die slow: Why unicorns are staying private». Mayo.
- European Central Bank (2007). *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*. Abril.
- European Central Bank (2017). *Guidance on leveraged transactions*. Mayo. Disponible en: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf
- Ewens, M. y Farre-Mensa, J. (2019). *The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline of IPOs*. NBER, Working Paper 26317. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w26317>
- EY (2022). «EY Global IPO trends 2022». Disponible en: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-global-ipo-trends-2022-v1.pdf>
- EY (2023a). *I Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021*.
- EY (2023b). *II Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2022*.
- Financial Stability Board (2023). *The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation*. Septiembre.
- Financial Times (2023a). «EU tightens rules on leverage for private credit funds». 23 de julio.
- Financial Times (2023b). «Private equity firms offer sweeteners to lure reluctant investors». 7 de Agosto. Disponible en: <https://www.ft.com/content/05bod935-678b-418c-8a86-b1a99bbo45ea>

- Financial Times (2023c). «Private equity firms pivot away from traditional buyouts». 24 de septiembre.
- Financial Times (2023d). «UK regulator to launch review of private market valuations». 27 de septiembre.
- Financial Times (2023e). «Moody's warns of 'systemic risk' from leveraged lending market». 28 de septiembre.
- Gunter, E., Latour, A. y Maquire, J. (2021). «Private Debt: A lesser-known corner of finance finds the spotlight». S&P Global. Disponible en: <https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/private-debt>
- Gurley, B. (2015). «Investors Beware: Today's \$100M+ Late-stage Private Rounds Are Very Different from an IPO». Disponible en: <https://abovethecrowd.com/2015/02/25/investors-beware/>
- Harris, R. S., Jenkinson, T. y Kaplan, S. (2012). «Private Equity Performance: What Do We Know?». *Journal of Finance*.
- IOSCO (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance Final Report*.
- Jensen, M.C. (1989). «Eclipse of the public corporation». *Harvard Business Review, Magazine*. Septiembre-octubre.
- Jensen, M.C. (1993). «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *The Journal of Finance*, pp. 831-880.
- Kaplan, S. y Schoar, A. (2005). «Private equity performance: return, persistence and capital flows». *Journal of Finance*, Vol. LX, n.º 4, pp. 1.791-1.823. Disponible en: <https://web.mit.edu/aschoar/www/KaplanSchoar2005.pdf>
- Kaplan, S. y Strömberg, P. (2009). «Leveraged buyouts and private equity». *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, pp. 121-146.
- Latour, A. (2021). «Covenant-lite deals exceed 90 % of leveraged loan issuance, setting new high». S&P Global. Disponible en: <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2021/10/covenant-lite-deals-exceed-90-of-leveraged-loan-issuance-setting-new-high-66935148>
- Lukatsky, M. (2022). «Leveraged loan financing for LBOs deteriorates as cost of debt rises». Pitchbook, octubre. Disponible en: <https://pitchbook.com/news/articles/leveraged-loan-financing-for-lbos-deteriorates-as-cost-of-debt-rises>
- McKinsey & Company (2023). *Global Private Markets Review 2023: Private markets turn down the volume*.
- McKinsey & Company (2024). *Private markets: a slower era*.
- Moonfare (2023). *Navigating Private Equity Value Creation Primer*.
- Nadauld, T., Sensoy, B. A., Vorkink, K. y Weisbach, M. S. (2016). *The Liquidity Cost of Private Equity Investments: Evidence from Secondary Market Transactions*.

Oliver Wyman (2023). *Clean Energy Startups Radar*.

Phalippou, L. (2024). *The Trillion Dollar Bonus of Private Capital Fund Managers*.

Pitchbook (2022). «European PE breakdown».

PitchBook (2023a). «The evolution of private markets secondaries».

Pitchbook (2023b). «Private equity vs. venture capital: What's the difference?». Pitchbook Blog, febrero. Disponible en: <https://pitchbook.com/blog/private-equity-vs-venture-capital-whats-the-difference>

Simmons & Simmons (2022). «Recent Spanish tax developments impacting dividend recaps». Disponible en: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl81-gik425q43ob24svyk3ktm/recent-spanish-tax-developments-impacting-dividend-recaps>

The Economist (2023). «Big business. Goliath's triumph». 26 de agosto.

The Economist (2024). «Private Markets. In for a trillion». 27 de enero.

