



“Capital riesgo: desarrollo y regulación”  
II Jornada de Inversión Alternativa  
KPMG – El Confidencial

MONTSERRAT MARTÍNEZ PARERA, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

7 DE JUNIO DE 2022

Buenos días, gracias Juanjo por la presentación. Y gracias a KPMG y a El Confidencial por la invitación a este evento sobre inversión alternativa. Es el segundo año que se celebra este acto y me alegra que los dos organizadores dediquen este evento a analizar y debatir sobre un sector tan relevante.

Estoy convencida, además, que en las distintas intervenciones de hoy surgirán temas de gran interés. Sobre todo, si tenemos en cuenta el complejo contexto económico y financiero en el que estamos, en el que la incertidumbre y la senda de aumento de los tipos de interés pueden traer consigo importantes cambios en la evaluación de riesgos y en la reasignación de carteras.

Hoy quiero reconocer el buen desarrollo de la industria de la inversión alternativa y del capital riesgo de los últimos años en nuestro país. Poco a poco, se ha ido consolidando como una pieza importante del ecosistema inversor español y como uno de los pilares de financiación de pequeñas y medianas empresas innovadoras, complementando así la tradicional financiación bancaria.

El sector tiene por delante algunos desafíos. Por una parte, los derivados de la propia situación económica. Por otra, observamos también un deseo creciente de que el inversor minorista tenga acceso a este tipo de productos, lo que per se es positivo, en la medida que aumenta la oferta, pero también requiere ser cauteloso, pues algunos inversores pueden no estar tan acostumbrados a las características de estas alternativas.

Hoy quiero profundizar en esta idea y para ello pondré el foco en dos ámbitos: el del inversor, cuya protección constituye, al fin y al cabo, nuestro ADN como supervisor, y

el del crecimiento del sector y su contribución a la financiación de la actividad económica. Empezaré por este segundo.

### **Contribución a la financiación de la economía**

El capital riesgo o la gestión alternativa sigue alcanzando cifras récord. En los últimos cinco años, el sector ha crecido a tasas de dos dígitos, próximas al 20%. El número de productos de gestión alternativa se ha más que duplicado desde 2018: actualmente, tenemos en los registros de la CNMV 739 fondos y sociedades de capital riesgo y de inversión colectiva de tipo cerrado, respecto a los 369 de finales de 2018. De estos, el 88% son entidades de capital riesgo. Y la tendencia de estos primeros meses de 2022 apuntan a que seguimos en cifras máximas.

Por otra parte, el aumento en el número de entidades se ha acompañado de un significativo aumento del patrimonio gestionado. En los últimos seis años, este se ha multiplicado por tres. Si en 2016, las entidades de capital riesgo tenían bajo gestión menos de 10 mil millones de euros y tenían comprometidos unos 15 mil millones; a finales de 2021 el volumen gestionado supera los 22 mil millones de euros, con un volumen comprometido de casi 40 mil millones. Por poner una referencia, el capital comprometido es equivalente al 11% de todo el patrimonio en fondos y sociedades de inversión.

Además, cada vez es más frecuente que registremos vehículos con un objetivo de captación de patrimonio ambicioso; por ejemplo, este año, se ha inscrito un fondo de capital riesgo con un objetivo de 900 millones de euros y otro con 400 millones de euros. Estas son referencias en línea con otras jurisdicciones más consolidadas.

Y el desarrollo de la inversión alternativa tiene importantes beneficios para la economía.

Por una parte, contribuye a reforzar el papel de los mercados de valores en la financiación empresarial. Esto es especialmente relevante si pensamos en los ingentes volúmenes de inversión que necesitaremos en la próxima década para hacer frente a los cambios del modelo productivo, y aquí me refiero tanto a los ligados a la sostenibilidad medioambiental y social, como a los relacionados con la digitalización de la economía y las empresas. De hecho, gran parte de las inversiones del capital riesgo

se centran en sectores cruciales para esta transformación de la economía como son el sector tecnológico, el *fintech* o el de energías renovables, además del sanitario.

Por otra parte, necesitamos que nuestras pequeñas empresas ganen tamaño y se consoliden. Recordemos que en España tenemos un tejido empresarial de reducido tamaño medio, lo que supone un lastre para la innovación y la mejora de la productividad. Las plantillas medias de las pymes españolas son bastante reducidas en comparación con la media europea<sup>1</sup>. Además, se observa que los sectores que están en mejor posición para abordar los desafíos futuros, medioambientales y digitales, son los que tienen precisamente un tamaño medio de sus compañías más reducido en comparación con otros sectores y otros países<sup>2</sup>.

Sabemos, además, que la financiación bancaria tiene sus límites, y más si tenemos en cuenta que en Europa dependemos más del canal bancario que en otras jurisdicciones, lo que nos hace por definición más vulnerables en caso de endurecimiento de las condiciones crediticias.

El capital riesgo puede ser, por tanto, una interesante alternativa, especialmente para aquellas empresas más innovadoras, que tengan potencial de crecimiento, pero que no tienen aún el grado de madurez necesario para acceder directamente a los mercados de capitales.

Por último, cabe señalar que el capital riesgo no solo aporta financiación, sino que, en función de cómo se defina, también puede ayudar a reforzar a la credibilidad de las empresas que reciben los fondos, y a contribuir en la mejora y profesionalización de la gestión de la empresa.

Y, todo esto, al final, en la medida que el capital riesgo no tiene una vocación de permanencia en las compañías en las que invierte, lo configura también como un facilitador para que las empresas puedan acudir a los mercados bursátiles.

---

<sup>1</sup> Ver “Marco estratégico en política de pyme 2030”, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

<sup>2</sup> Ver “Retos y políticas para un crecimiento sostenible y equilibrado de la economía española”. Informe Anual de 2021, Banco de España.

## Protección al inversor

Todas estas reflexiones encajan perfectamente con los objetivos de la estrategia de Capital Markets Union (CMU) de la Comisión Europea, para potenciar los mercados de valores y atraer a un mayor número de inversores minoristas a los mercados de capitales.

La cuestión importante aquí es cómo favorecemos el desarrollo ordenado del sector y facilitamos una ampliación de la base inversora, asegurándonos de que el cliente entiende los riesgos y las características del producto.

Esto me lleva al segundo ámbito que quiero cubrir hoy: el de la protección del inversor en la inversión alternativa. Un sector que tiene características propias que han motivado que fueran productos destinados principalmente a inversores profesionales, con inversiones mínimas de 100.000 euros.

Pensemos, por ejemplo, en la menor liquidez de las inversiones, pues el plazo u horizonte de las inversiones suele ser largo, incluso de años; o en la menor información disponible sobre las empresas en las que se invierte, lo que dificulta la valoración de las participaciones. En la medida que las inversiones no se hacen en empresas cotizadas, la información suele ser más bien escasa y existen pocas referencias de precio.

Estas dos características, la opacidad o menor transparencia del sector y la falta de liquidez, hacen que el producto sea más difícil de valorar y las rentabilidades o pérdidas más complejas de prever.

Actualmente, hay varias iniciativas regulatorias en marcha, tanto en Europa como en España, que persiguen, precisamente, impulsar el atractivo del sector para los inversores minoristas.

En España, el Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas<sup>3</sup>, plantea algunas medidas para flexibilizar el acceso del inversor a instrumentos como el capital riesgo. Así, como alternativa a la exigencia actual de 100.000 euros mínimos de inversión

---

<sup>3</sup> [https://www.congreso.es/public\\_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-76-1.PDF](https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-76-1.PDF)

inicial, el proyecto de Ley propone permitir la comercialización a clientes minoristas siempre que accedan a la inversión a través de la recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento, cuenten con una inversión mínima inicial de 10.000 euros y, además, la inversión no suponga más del 10% del patrimonio financiero del cliente (si este no supera los 500.000 euros).

En Europa, las actuales propuestas para el fomento de la inversión alternativa van un paso más allá en la flexibilización del acceso. Entre ellas, cabe señalar la propuesta de reforma de las Directivas europeas de fondos alternativos (AIFMD, *por sus siglas en inglés*)<sup>4</sup> y la propuesta de Reglamento ELTIF (*European Long-Term Investment Fund*)<sup>5</sup> para el fomento de la inversión a largo plazo.

En particular, la reforma del reglamento ELTIF es un ejemplo del debate actual sobre hasta dónde flexibilizar el acceso del inversor.

Los fondos de inversión a largo plazo (ELTIF) son un producto que se ha desarrollado muy poco, pues no ha experimentado el crecimiento que se esperaba, ni en términos de número de fondos ni en volumen (en Europa<sup>6</sup> apenas hay 67 y 2 en España). En este caso, además, es necesario también que se concrete el régimen fiscal aplicable en nuestro país.

La propuesta que publicó la CE a finales del año pasado persigue impulsar la figura, flexibilizándola y ampliando la base inversora. Esto último lo hace simplificando de forma significativa las condiciones de acceso: esto es, eliminando los actuales requisitos de importe mínimo de inversión de 10.000 euros, umbral del 10% de patrimonio financiero del cliente y necesidad de contar con asesoramiento. Todo esto se sustituye por mantener la valoración de la idoneidad del producto para el cliente, a la vez que exige incluir alertas escritas si la inversión supera el 10% de la cartera del inversor o si el plazo de inversión es superior a 10 años. Esta propuesta europea, si se mantiene en los términos actuales, es más flexible que el actual proyecto de regulación en España, pues, en el proyecto de Ley español el cliente solo tiene acceso al producto si la entidad

---

<sup>4</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0721>

<sup>5</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0722>

<sup>6</sup> Opinion of the European Economic and Social Committee (EESC) on the Review of the European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) Regulation.

distribuidora se lo recomienda, lo que solo puede hacer si el producto es adecuado atendiendo a la situación financiera y objetivos de inversión del cliente, esto es, si resulta idóneo para el inversor. La propuesta europea está aún en debate y puede variar, pero la tenemos que seguir de cerca, pues en principio es deseable que los distintos vehículos de inversión alternativa tengan reglas de comercialización que estén alineadas. Por lo que, siguiendo con este argumento, si finalmente el Reglamento ELTIF se aprobase con sus contenidos actuales, pudiera ser oportuno ajustar el Proyecto de Ley española en la misma línea.

### **Reflexiones finales**

Ahora bien. (Y con esto voy terminando). La cuestión es, por tanto, hasta dónde queremos flexibilizar los requisitos de acceso al capital riesgo.

Y aquí vuelvo a señalar las particulares características de la inversión alternativa.

Se trata de inversiones ilíquidas, que suelen tener una estructura de costes más complejas que la de los fondos de inversión tradicional, habitualmente también mayores, y donde la información disponible es escasa, lo que puede generar dudas sobre la fiabilidad de las valoraciones de las carteras, dada la falta de precios representativos de las inversiones subyacentes.

Como he explicado, no cabe duda de que este tipo de inversión aporta beneficios importantes para muchas empresas, especialmente para las más pequeñas, y que el impulso del sector está siendo clave para la financiación de proyectos muy relevantes. El capital riesgo puede ser también un paso intermedio para futuras salidas a bolsa.

Además, el aumento de la oferta de productos para el cliente también es de por sí beneficiosa. Comparto, por tanto, la conveniencia de aumentar el acceso al inversor minorista a este tipo de productos, ampliando la base inversora, lo que encaja también con el creciente interés por parte del sector, y en particular de banca privada, por ampliar la gama de productos a sus clientes.

Pero debemos ser cautelosos, y hacer lo posible para aumentar la transparencia y asegurar que el cliente inversor comprende bien el producto.

Lo deseable sería que la venta de estos productos se hiciera siempre en el ámbito del asesoramiento y que las entidades prestasen especial atención a la gobernanza del producto, a tener una correcta valoración de la idoneidad del producto para el cliente y también a gestionar los posibles conflictos de interés que pueden aflorar si son los propios gestores de las inversiones los que realizan la comercialización directa del producto.

Y esto cobra especial relevancia en momentos de incertidumbre como el actual. Como he mencionado al principio, estamos ante un complejo panorama económico y financiero. Nuestra economía está demostrando una elevada capacidad de resistencia, pero también es cierto que han empeorado las perspectivas de crecimiento de las principales economías, se han alterado las cadenas globales de producción e intensificado las presiones inflacionistas, con el consiguiente aumento de los tipos de interés. Y es precisamente, en momentos de cambio cuando es más importante reforzar las prácticas de comercialización y la transparencia al cliente.

Termino aquí. Gracias de nuevo por la invitación.