



Apertura de las jornadas de Private Equity World España 2007

CARLOS ARENILLAS LORENTE – VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

Madrid, 27 de noviembre de 2007

1. Introducción

Quiero agradecer a Terrapinn, especialmente a Nicola, y al resto de *sponsors* y personas que han organizado estas jornadas la invitación a la CNMV para dirigirles unas palabras. Son pocas las oportunidades que tenemos para hablar al colectivo profesional relacionado con el capital riesgo, y por ello mi agradecimiento es mayor.

A nadie de los aquí presentes se le escapa el hecho de que el sector del capital riesgo ha evolucionado mucho durante los últimos años y que ha pasado a tener una presencia muy significativa en el sector financiero y en la economía en su conjunto, tanto a nivel internacional como aquí en España.

Es importante distinguir entre las operaciones de capital riesgo puro -denominadas en inglés operaciones de *venture capital*- de las operaciones de inversión en empresas maduras -cuya denominación inglesa es la de *buyout*. Parece indudable que las operaciones del primer tipo juegan un papel más decisivo a la hora de fomentar la actividad económica y tienen un mayor impacto económico, ya que generan nuevas oportunidades de negocio gracias a la iniciativa de aquellos emprendedores que cuentan con una idea y con ganas de desarrollarla.

Sin embargo, las combinaciones rentabilidad – riesgo que ofrecen este tipo de inversiones han hecho que, en Europa, el sector esté basando su crecimiento en las operaciones de *buyout*, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, donde incluso, en ocasiones, las estadísticas al respecto no incluyen como capital riesgo este tipo de operaciones.

El capital riesgo no está resultando ajeno a los momentos de tensión del crédito que estamos viviendo en los últimos meses. Estas tensiones están provocando restricciones a la hora de conseguir la financiación necesaria para realizar las operaciones y encareciendo aquéllas que finalmente se pueden llevar a cabo, aunque en España este problema es limitado debido al menor tamaño de las operaciones realizadas. Una mayor transparencia es la medicina necesaria para tratar esta situación y, en este sentido, están surgiendo iniciativas dentro del sector del capital riesgo que más adelante comentaré.

Mi intervención se dividirá en tres partes: primero haré unas breves reflexiones sobre el capital riesgo en el actual contexto internacional, posteriormente aportaré algunos datos sobre el sector en España y terminaré esbozando unas pocas conclusiones.

2. Reflexiones generales acerca del capital riesgo en el contexto actual

Como acabo de mencionar, el capital riesgo lleva años jugando un papel relevante en la economía. Muchas empresas con buenos proyectos y gestores no habrían podido salir adelante sin la ayuda de este sector. A fin de cuentas, el objetivo último del capital riesgo es obtener rentabilidades lo suficientemente atractivas como para asumir riesgos que, en ocasiones, pueden ser elevados.

En este sentido, son evidentes los beneficios que el capital riesgo aporta, pudiéndose destacar, entre otros, su contribución a la creación de empleo, la mejora y profesionalización de las compañías participadas, la dotación de recursos para la expansión de dichas compañías, así como la mejora de la financiación y de la liquidez de las empresas que no están admitidas a negociación en mercados regulados.

No obstante, también cabe citar la existencia de ciertos riesgos del sector en comparación con las compañías cotizadas, fundamentalmente derivados de estrategias financieras apalancadas, del menor grado de información pública y de una menor liquidez entendida como la facilidad para poder deshacer las inversiones en las propias entidades de capital riesgo.

Uno de los problemas que enfrentamos los supervisores es la falta de estadísticas homogéneas y claras. De acuerdo con los datos preliminares facilitados por la *European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA), el volumen de nuevos recursos captados en Europa en 2006 -aún no se dispone de datos fiables de 2007- alcanzó 90.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 50% respecto a 2005. En cuanto al volumen de inversión, se invirtieron un total de 50.300 millones de euros, de los que casi el 80% del total representan adquisiciones con apalancamiento. En Estados Unidos, según las fuentes disponibles, las cifras en 2006 fueron de 89.000 millones de euros captados y el volumen invertido fue de 17.200 millones de euros. Esto es, si bien el volumen de fondos captados fue similar en Estados Unidos y Europa, el nivel de inversión ha sido muy superior aquí.

En cuanto al volumen total de la cartera de las entidades de capital riesgo, se estima que en 2006 alcanzó, en Europa, un total de 211.368 millones de euros, de los cuales 9.347 millones corresponden a España.

Las características del capital riesgo hacen que sea relevante realizar algunos comentarios acerca de las recientes turbulencias financieras.

El episodio de inestabilidad financiera que estamos viviendo tuvo su origen en un profundo deterioro de la calidad crediticia de determinados activos financieros de gran complejidad asociados a la financiación de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. En principio, las pérdidas sufridas por el conjunto de tenedores de estos productos no son de una magnitud considerable cuando se considera el sistema financiero internacional en su conjunto, pero la exposición directa o indirecta de los agentes financieros se ha revelado de forma inesperada y muy extendida, lo que ha conducido a un deterioro de la confianza de los participantes en algunos mercados. La consecuencia ha sido una importante disminución de la actividad no solo en los mercados en los que se negocian esos productos, sino también en los mercados monetarios en los que se redistribuye la liquidez proporcionada por los bancos centrales.

Las rápidas intervenciones de estos últimos, que suministraron liquidez con carácter extraordinario, han permitido aliviar las tensiones en los mercados interbancarios, aunque no por completo. La normalización definitiva de la situación requiere todavía un mejor conocimiento y una mayor asimilación del grado de exposición de los distintos agentes.

Este episodio de perturbaciones financieras introduce alguna incertidumbre sobre la continuación de un período de sólido crecimiento mundial que se prolonga ya por un lustro. En cualquier caso, el escenario más probable, que manejan la mayor parte de las instituciones y los analistas para el horizonte del próximo año, proyecta un avance sostenido del producto mundial, aunque a un ritmo más moderado que en el pasado reciente.

El posible efecto del brote de inestabilidad financiera sobre el dinamismo mundial no debe llevar a perder de vista algunos efectos positivos que acompañan a la corrección de los mercados cuando se considera desde una perspectiva temporal dilatada.

En efecto, en los últimos años, la economía mundial se había caracterizado por el mantenimiento de unos niveles reducidos de tipos de interés y una abundancia de liquidez en un marco de crecimiento robusto y de moderada inflación. Estas condiciones, junto a unas tasas de morosidad reducidas, contribuyeron a un pronunciado descenso de las primas de riesgo, que la propia búsqueda de mayores rentabilidades probablemente realimentó. El proceso se vio aumentado por la utilización de diversas técnicas de apalancamiento financiero que se han desarrollado en los últimos años. De hecho, bastante antes del pasado verano, eran ya numerosas las voces que señalaban la importante infravaloración de los riesgos en algunos segmentos del sistema financiero internacional. Desde esta perspectiva, cabe esperar que el episodio de turbulencias, cuando se supere la fase más crítica, conduzca a una valoración más ajustada del riesgo y a un aumento de la disciplina en los mercados financieros, que tenderán a fortalecer los cimientos de la actividad mundial a más largo plazo.

En cualquier caso, calibrar de forma precisa los posibles efectos sobre la actividad no es una tarea sencilla. Los datos existentes resultan aún demasiado escasos para despejar la

incertidumbre sobre dos aspectos que pueden condicionar el alcance final de este episodio. Me refiero, por una parte, a la resistencia de la economía norteamericana y, con ella, a la posible evolución de los flujos comerciales del área euro y, por otra parte, al tiempo que tardarán los mercados financieros internacionales en recuperar una situación de normalidad, pues cuanto más persistentes sean las tensiones, mayores serán sus efectos sobre la confianza de los inversores y las empresas del área.

Es precisamente la falta de información, esto es el déficit de transparencia del que tanto se habla, sobre dónde están localizados los riesgos y las pérdidas lo que genera desconfianza entre las entidades de crédito, las cuales se ven obligadas a contraer el volumen de crédito concedido y a reevaluar los riesgos, lo que, como es lógico, eleva los costes financieros de las operaciones. Situación que contrasta con la actitud de las entidades de crédito hace apenas dos años, cuando su apetito por invertir en operaciones de capital riesgo, como accionistas o como prestamistas, era muy grande. En este sentido, el sector del capital riesgo, dado los niveles de apalancamiento con los que suele operar, se está viendo afectado, por un lado, por una mayor dificultad para obtener financiación para llevar adelante sus proyectos y, por otro, por un encarecimiento de las operaciones que se consiguen materializar, lo cual disminuye la rentabilidad de las mismas.

Este proceso de contracción del crédito y *repricing* del riesgo puede tener, en mi opinión, dos consecuencias positivas para el capital riesgo. Por una parte, el sector puede recobrar el interés por las operaciones que implican a compañías de tamaño menor, bastante más pequeñas que las habituales en las grandes operaciones, lo cual favorecerá que la inteligencia del sector expanda sus miras. Por otra parte, es bastante probable que los precios ofrecidos por las compañías que se pretendan adquirir sean más ajustados, con el consiguiente aumento de posibilidades de generar rentabilidad. Adicionalmente, comenzará a cobrar más importancia la creación de valor dentro de cada proyecto, sustituyendo así las grandes rentabilidades especulativas obtenidas gracias a estructuras financieras agresivas.

Antes de revisar la situación en España, quisiera insistir en la importancia de la transparencia para superar las dificultades actuales. En este sentido, es muy interesante la iniciativa surgida en el Reino Unido y liderada por Sir David Walter de impulsar un código de autorregulación de las firmas de capital riesgo. Este documento da pasos relevantes al proponer que las firmas publiquen los datos de rentabilidad de sus fondos, los estados financieros de sus empresas participadas y los sueldos de sus ejecutivos. Además, en el informe se propone la creación de un regulador sectorial para vigilar el cumplimiento de las normas por parte de las entidades que se adhieran al código. Las entidades, en un sistema similar al de los códigos de buen gobierno de las sociedades cotizadas, podrán cumplir las recomendaciones o explicar por qué no lo hacen. Creo que es un paso en la buena dirección aunque, por supuesto, también cabe realizar una reflexión acerca de posibles cambios en la

regulación en la Unión Europea que puedan incrementar la transparencia en el sector sin alterar la naturaleza del negocio.

Paso, ahora sí, a comentar algunos aspectos del sector del capital riesgo en España.

3. Situación del sector en España

Comentaré, en primer lugar, las principales novedades de la Ley sobre ECR del año 2005, y después revisaré brevemente las cifras del sector en España.

En relación a las novedades regulatorias, cabe destacar las siguientes.

En primer lugar, se ha ampliado el objeto de las ECR. Ello se concreta en la canalización de las inversiones hacia entidades con sustrato inmobiliario, la posibilidad de que las ECR inviertan en entidades cotizadas y la inversión de las ECR en otras ECR.

En concreto, ha tenido gran acogida por parte del sector la posibilidad de invertir en entidades con un cierto sustrato inmobiliario y, en este sentido, se ha podido apreciar un incremento de la inversión en el sector de la restauración, especialmente en el sector hotelero, o en inversión en infraestructuras, fundamentalmente en autopistas y hospitales.

Por lo que se refiere a la inversión en entidades cotizadas con la finalidad de su exclusión de bolsa -lo que se conoce como operaciones "*public to private*"- no ha sido utilizado hasta el momento por las entidades registradas en la CNMV, si bien si se aprecia cierta inversión en entidades cotizadas que necesariamente tendrán que computar en el coeficiente de libre disposición. Las operaciones de "*public to private*" que se han observado en España, como las realizadas sobre AMADEUS, CORTEFIEL, RECOLETOS o TELEPIZZA han sido llevadas a cabo por entidades de capital riesgo registradas en otros países.

Igualmente, la operación contraria, es decir, la de inversión en entidades no cotizadas con la finalidad de solicitar su admisión a cotización en el primer mercado de las bolsas, no ha tenido mucho impacto por la problemática de los requisitos de admisión. En este sentido, la posible futura creación de un mercado de PYMES dentro del Mercado Alternativo Bursátil podría invertir esta tendencia. Hasta ahora las principales formas de desinvertir han sido la venta a terceros -incluidas entidades financieras-, la recompra por parte de los antiguos accionistas y, recientemente, las *secondary buyouts* o compra por otra entidad de capital riesgo. La salida a bolsa ha tenido hasta ahora poco peso como método de desinversión.

Finalmente, respecto de la inversión de las ECR en otras ECR, sólo ha tenido aplicación al amparo de la figura de Fondos de Fondos que más adelante comentaré.

En segundo lugar, cabe mencionar como novedad que introduce la Ley la posibilidad de realizar actividades complementarias. De hecho, es una práctica habitual -especialmente en las sociedades gestoras- que se realicen actividades de asesoramiento a cualquier entidad que pueda ser objeto de inversión de una ECR, sea o no participada, a diferencia de lo que establecía la norma anterior. En este ámbito, la única problemática que se ha planteado es cuando la actividad complementaria de asesoramiento tiene más peso que la actividad principal y se aparta, en consecuencia, del objeto principal que señala la Ley, es decir, que la entidad se dedique principalmente a la gestión y no al asesoramiento.

En tercer lugar, el nuevo marco legal pretende también una agilización del régimen administrativo, pudiendo destacarse la aparición de las ECR de régimen simplificado, nueva figura de las ECR a las que se aplican unas condiciones de autorización y unos límites en coeficientes mucho más flexibles, considerándose como tales entidades, como bien saben Uds., aquellas que cumplan unos requisitos determinados.

Asimismo, cabe señalar la supresión de la obligación de constitución en Escritura Pública e inscripción en Registro Mercantil para los FCR, siendo suficiente con la presentación a la CNMV de un contrato de constitución en documento privado y la inscripción en el correspondiente registro administrativo. En este sentido, la totalidad de los fondos registrados a partir de la entrada en vigor de la nueva Ley han hecho uso de la facultad de inscribirse únicamente en el registro de la CNMV. La opción de constituirse sólo mediante documento privado no ha sido tan generalizada, ya que el 50 % de los fondos constituidos al amparo de la nueva Ley se han seguido constituyendo en documento público, probablemente debido a la seguridad que da la intervención de un fedatario público.

En cuarto lugar, otro de los cambios de la normativa se refiere a la flexibilización del régimen de inversiones, donde destacan especialmente los Fondos y Sociedades de ECR, esto es, los fondos de fondos a los que antes me he referido, figuras que facilitan la diversificación de la inversión ideadas en gran parte para atraer al inversor minorista al capital-riesgo.

Desde la entrada en vigor de la LECR se han registrado 11 entidades con esta política de inversiones, en concreto 4 sociedades y 7 fondos. De estas entidades hay que destacar en particular la sociedad “Neotec Capital Riesgo, Sociedad de Fondos, SCR, S.A.” participada por el CDTI y por el FEI y que tiene como vocación invertir en fondos registrados en la CNMV, lo que ha incitado a muchas entidades a promocionar sus vehículos al amparo de la LECR y a inscribirse en el registro administrativo.

No obstante, la práctica totalidad de fondos de fondos de CR registrados tiene como política de inversión invertir en entidades de *“private equity”* extranjeras, fundamentalmente europeas y norteamericanas.

Asimismo, quiero reseñar que sólo existe un FCR cotizado en un mercado secundario español, cuya política de inversiones es la de un Fondo de Fondos. La cotización en un mercado secundario es relevante en términos de transparencia de las ECR, pues dicha cotización exige, por ejemplo, que se faciliten valores liquidativos de las inversiones trimestralmente a la CNMV.

Para finalizar con las novedades de la Ley, cabe recordar la posibilidad de emitir acciones y participaciones especiales para fundadores o promotores. La Ley prevé para las ECR de régimen simplificado esta posibilidad al objeto de facilitar la instrumentalización del denominado “*carried interest*” de los mencionados promotores o fundadores. Aunque el número de entidades que han hecho uso de esta facultad no es muy numeroso, conviene señalar que sí tiene gran repercusión, pues las que lo han hecho son entidades con grandes patrimonios bajo gestión.

Para terminar con este apartado, quisiera proporcionarles algunos datos sobre la evolución del sector en España según los Registros Oficiales de la CNMV.

Desde la entrada en vigor de la Ley , el 26 de diciembre de 2005, se han inscrito un total de 93 nuevos vehículos de inversión de capital-riesgo (36 fondos y 57 sociedades) y 23 nuevas sociedades gestoras. En la actualidad existen un total 269 vehículos de CR entre Fondos y Sociedades de CR y gestoras de CR, lo que supone un incremento del 76% en los registros de la CNMV tras la aprobación de la nueva Ley de 2005, que entro en vigor en diciembre de ese año. En consecuencia se puede afirmar que el crecimiento del sector durante este año y medio ha sido mas que notable.

En los nuevos vehículos, destaca la importante presencia de las energías renovables (en especial, la fotovoltaica), el interés por los sectores de las nuevas tecnologías, el sector de la salud y biotecnología, o la aparición de fondos encaminados a la toma de inversiones en compañías en reestructuración a partir de adquisiciones mayoritarias en las compañías participadas.

También puede dar una idea de la relevancia del sector el número de partícipes que, en el caso de las entidades registradas en la CNMV, supera los 7.600.

No me es posible actualizar a la fecha actual los datos de patrimonio, fondos captados o inversiones realizadas, ya que las entidades de capital riesgo en España que no coticen en un mercado secundario no están obligadas a presentar este tipo de información más que anualmente y de forma muy limitada. Este hecho genera un déficit de transparencia sobre el que se debería realizar alguna reflexión por parte del legislador.

Por último, quiero subrayar que el capital-riesgo no constituye para la CNMV un mero registro administrativo de entidades si no que, por el contrario, se ejercen desde este

organismo las pertinentes labores de supervisión a los efectos de contrastar la observancia, por parte de las entidades, de los términos recogidos en las autorizaciones otorgadas por la CNMV, el cumplimiento del objeto social fijado por la Ley de 2005, de los distintos coeficientes aplicables a toda ECR, así como la suficiencia de los medios para el desarrollo de la actividad

4. Conclusiones

Para concluir, nos encontramos ante un nuevo escenario en el que el riesgo se está volviendo a valorar de forma más adecuada que en los últimos años. Este nuevo escenario es muy probable que esté incentivando un cambio en el enfoque estratégico de las entidades de capital riesgo en el sentido de realizar una mejor selección de los proyectos y tratar de generar valor para el accionista en detrimento de estrategias de carácter financiero más especulativo, por otra parte perfectamente legítimas.

El papel del capital riesgo va a seguir siendo importante para la economía pero, para poder desarrollar su negocio con garantías y sostenibilidad, la transparencia debe adquirir una función primordial. La búsqueda de esta transparencia es posible que genere una reflexión, tanto a nivel local como internacional, sobre la conveniencia de introducir determinados cambios en la regulación y es deseable asimismo que el propio sector lidere iniciativas de autorregulación de carácter voluntario que el mercado, sin duda, sabrá agradecer discriminando las entidades que sigan estas políticas de aquellas que no lo hagan. Una muestra de esta necesidad de transparencia en el sector la representa la sorpresa que ha generado la presentación el pasado 22 de noviembre al Parlamento Europeo de un informe que pone de manifiesto, por una parte, que las rentabilidades obtenidas por el sector no han sido tan elevadas como se pensaba y, por otra parte, que tan solo en un 54% de los casos se acometen medidas de reestructuración, lo que contradice una impresión que estaba muy arraigada.

En cuanto a la situación en España, debo destacar que el capital-riesgo español ha tenido un desarrollo creciente a partir de la entrada en vigor de la Ley 1/1999, de 5 de enero, pero es desde la Ley 25/2005 cuando su crecimiento ha sido mucho mayor. Las cifras, tanto en número de entidades como en volúmenes de inversión y de fondos captados, permiten constatar, sin duda, el éxito que ha tenido la nueva normativa para el desarrollo del capital riesgo en España.

El papel de las ECR seguirá teniendo una importancia relevante en el desarrollo económico, facilitando una más eficiente asignación del ahorro a través de la identificación profesionalizada de las oportunidades de inversión y colaborando a lograr tasas de

crecimiento económico más estables a largo plazo. En esa tarea, la CNMV velará por el cumplimiento del marco regulador vigente y colaborará con los agentes del mercado y con otros organismos reguladores internacionales en el estudio del sector para identificar qué ajustes pueden introducirse con el objetivo de introducir mejoras en la regulación.

Muchas gracias por su atención y que disfruten aquí en Madrid de unas jornadas productivas y amenas.