

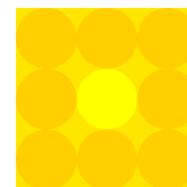
II Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2022

Diciembre 2023



ÍNDICE

1



Presentación

página 04

2



Sobre este informe

página 06

3



Contexto

página 08

4



Cifras clave

página 12

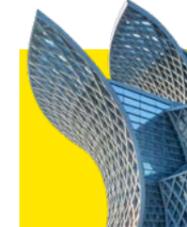
5



Metodología

página 14

6



Resultados

página 18

7



Anexos

página 32

1 Presentación



Oriol Pinya

Presidente de SpainCap
Socio Fundador de Abac Capital



José Zudaire

Director general de SpainCap

Desde SpainCap, y junto a EY, hemos puesto en marcha la segunda edición del estudio de Rentabilidad del Capital Privado en España que ya se ha consolidado como una publicación de referencia para los inversores en activos alternativos. Este año ha aumentado la participación en el estudio. La industria del Capital Privado en España ha crecido significativamente en los últimos años, desarrollando nuevas estrategias de inversión en una gran variedad de sectores y etapas de desarrollo de las compañías. Las gestoras estamos cada vez más comprometidas con la inversión sostenible y queremos seguir ayudando a liderar la transformación de la actividad económica.

La transparencia es un pilar fundamental de SpainCap. Trabajamos para que nuestra industria sea un referente dentro de la economía de nuestro país. Con este estudio queremos demostrar que se puede invertir en empresas sostenibles creando empleo e innovación a la vez que generamos rentabilidades muy atractivas para nuestros inversores.

Las rentabilidades netas de doble dígito que resultan del estudio, tanto en *Venture Capital* como en *Private Equity* y a lo largo de más de 15 años nos colocan a la par con los mejores mercados de Europa de capital

privado y son motivo de orgullo y satisfacción para todos los que formamos parte de SpainCap.

Creemos que nuestra contribución a la economía es cada vez más importante en términos de rentabilidad, innovación y empleo, como demuestran este informe y los estudios que la Asociación viene publicando desde hace años, y agradecemos tanto a la Administración como el resto de los agentes públicos y privados su apoyo incondicional para poner en valor la actividad que desarrollamos y nuestra valiosa aportación a la economía real.

Vivimos momentos de marcada incertidumbre. Es en estos momentos que la gestión activa del Capital Privado, y su más que demostrada resiliencia ante periodos de recesión, cobra especial valor. De todos nosotros depende seguir generando impacto positivo en la sociedad española y una buena rentabilidad para todos los inversores, públicos y privados, nacionales e internacionales que año tras año siguen a nuestro lado.

Nuestro agradecimiento a los socios de SpainCap, EY y Webcapitalriesgo. Y muchas gracias por confiar en las gestoras de SpainCap. Invertimos capital por un futuro sostenible.



Juan López del Alcázar

Head of Private Equity & Managing Partner Strategy and Transactions, EY Spain

Por segundo año consecutivo tenemos el placer de presentar, conjuntamente con Spaincap y con el apoyo de Webcapitalriesgo, el Informe de Rentabilidad del Capital Privado en España.

El informe de este año, que incorpora los datos del año 2022 a la serie que arranca en 2006, confirma y afianza las conclusiones de la primera edición respecto a los resultados del sector en España. Pero, además, el estudio gana en profundidad. Por un lado, agregamos nuevas gestoras y fondos a nuestra población, con lo que nuestro estudio se consolida como uno de los de mayor participación comparado con los países de nuestro entorno (un 48% de cobertura sobre el universo total de gestoras españolas de capital privado). Por otro, introducimos una nueva dimensión que consiste en segmentar los fondos de acuerdo con sus políticas de ESG, utilizando para ello la clasificación de fondos de artículo 6, 8 y 9 que establece el Reglamento de Divulgación.

Es importante recordar que este trabajo es una realidad gracias a la participación de 47 gestoras, un 18% más que el año pasado, sin cuya colaboración no habría sido posible elaborar un informe que, humildemente, ya es una referencia en el sector. El rigor y la consistencia del análisis ponen a este estudio al nivel de los mejores informes del sector en Europa, algo muy alentador dado que se trata de la segunda edición.

De nuevo, reiteramos nuestro agradecimiento a SpainCap y sus asociados por colaborar activamente en este proyecto, así como a Webcapitalriesgo por su ayuda en la recopilación y tratamiento de los datos.

Esperamos que este trabajo sea, ante todo, útil para inversores, gestoras y otros agentes relacionados con el sector y que ayude a entender mejor el presente y el futuro de una pieza clave en el engranaje de inversión de nuestro país.

2 Sobre este informe

SpainCap y EY Strategy and Transactions España han realizado por segundo año consecutivo el estudio sobre la rentabilidad del capital privado en España, correspondiente al ejercicio que concluye el 31 de diciembre 2022.

El objetivo de este estudio es analizar empíricamente la rentabilidad del capital privado en España y compararla con otras categorías de activos tanto a nivel local como europeo. Consideramos que proporcionar visibilidad sobre la rentabilidad del capital privado contribuye a generar confianza entre los inversores, compañías del sector, reguladores y demás grupos de interés. Este ejercicio de transparencia se enmarca en el compromiso firme de apertura que el sector está llevando a cabo.

El estudio muestra, de manera agregada para el sector, el rendimiento acumulado de los fondos de *Private Equity* y *Venture Capital* españoles en términos de TIR y TVPI para el periodo 2006-2022. La incorporación de los datos de 2022 nos ha permitido presentar información comparada y empezar a analizar la evolución temporal de la rentabilidad. En un futuro esperamos continuar enriqueciendo el estudio con análisis más detallados.

La población objetivo son los vehículos de inversión de duración limitada de las gestoras de fondos de *Venture Capital* y *Private Equity* españolas de titularidad privada. Por lo tanto, han quedado excluidos de la muestra los fondos de gestión pública y los fondos extranjeros con inversiones en España. El estudio recoge, por tanto, desde fondos que invierten en la fase más inicial del ciclo de una empresa (fase semilla) hasta aquellos que invierten en grandes compañías en expansión de diferentes sectores.

Los datos presentados en este análisis se han tratado de manera anónima y agregada para asegurar la confidencialidad y seguridad en su tratamiento. Si bien la información proporcionada por las gestoras no se ha podido verificar de manera independiente, SpainCap, EY y Webcapitalriesgo han realizado un análisis de coherencia interna y comparación con datos comunicados en otros estudios, garantizando que las estadísticas publicadas en este informe sean robustas y comparables. Para la recolección de datos correspondientes a 2022 se ha utilizado la plataforma Europea EDC, garantizando la anonimidad y correcto almacenamiento y gestión de los mismos. Asimismo, hemos contado con la valiosa ayuda de Webcapitalriesgo para el proceso de contacto y análisis de la información, así como para la recolección de los datos anteriores a 2022 de aquellas gestoras que han decidido incorporarse al estudio para esta edición.

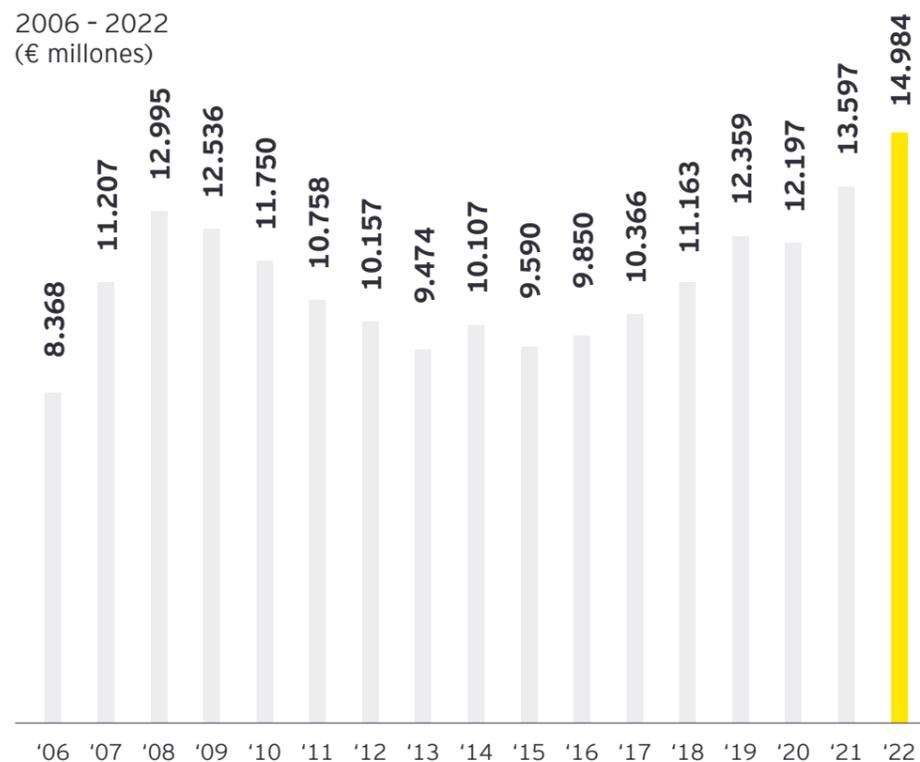
3 Contexto

Fondos privados nacionales

Durante el periodo 2006-2022, el importe de activos bajo gestión ha aumentado significativamente, multiplicándose por 1,8, hasta casi alcanzar los 15.000 millones € en el año 2022. Esta tendencia demuestra el atractivo que sigue teniendo el mercado español para los inversores en capital privado.

Activos bajo gestión

2006 - 2022
(€ millones)

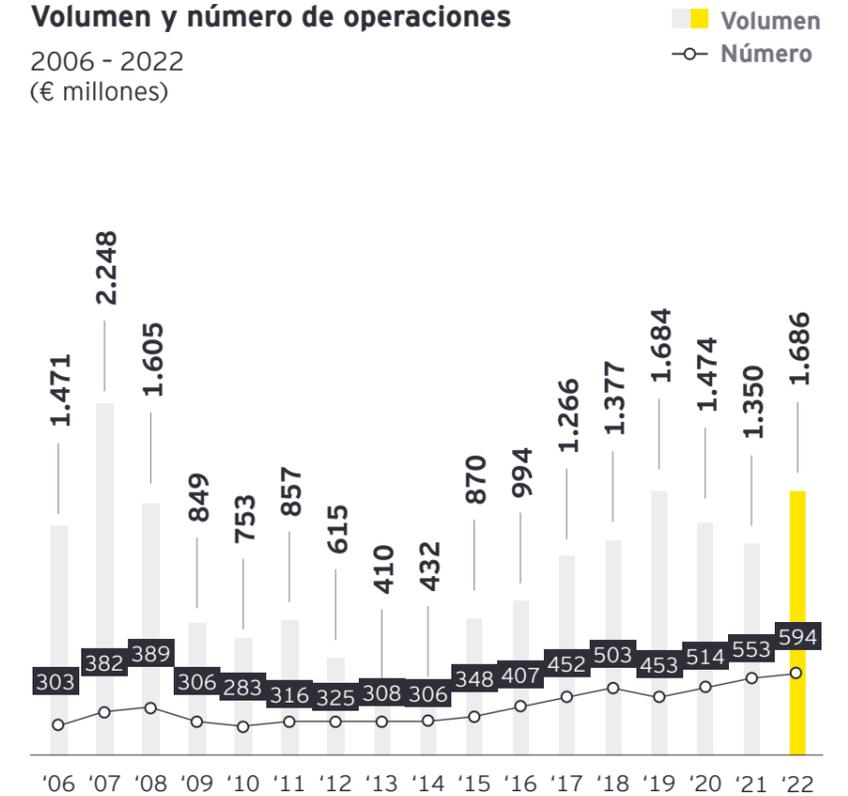


La inversión ha recuperado el volumen pre Covid, con un aumento del 25% en 2022, rozando los 1.700 millones € en volumen y anotando cerca de 600 transacciones. Esta inversión se concentró en las operaciones de *middle market*, contribuyendo así al desarrollo del tejido empresarial español.

En cuanto a las desinversiones, que siguen patrones cíclicos temporales, se observa una recaída en su volumen después del repunte del año anterior, volviendo a volúmenes similares a los años 2019 y 2020.

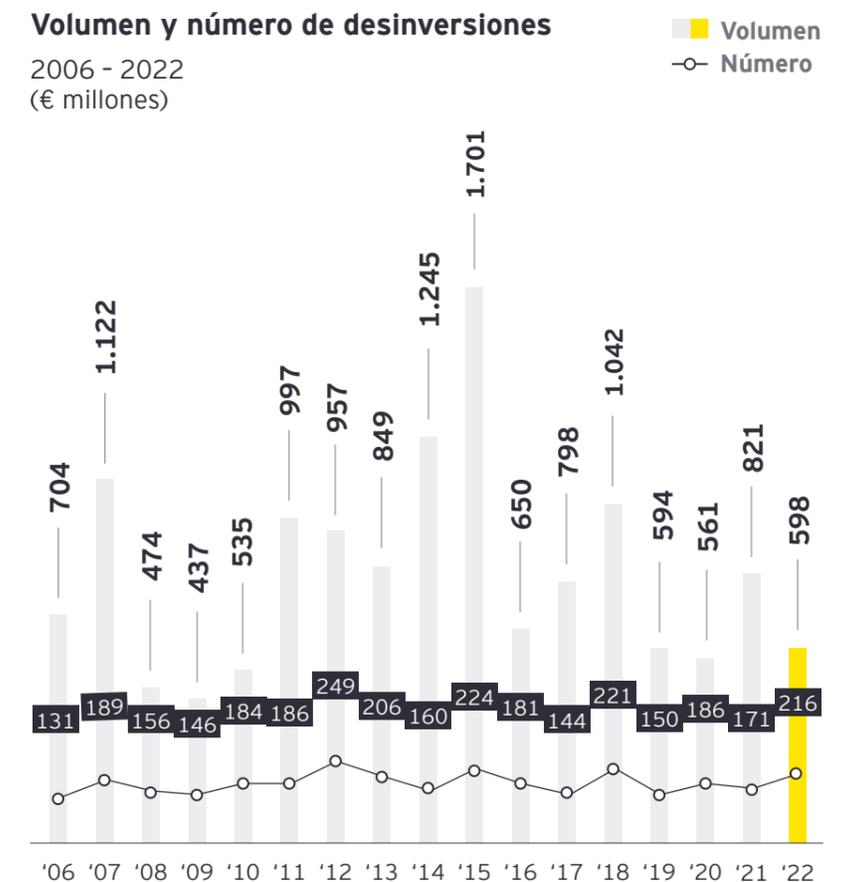
Volumen y número de operaciones

2006 - 2022
(€ millones)



Volumen y número de desinversiones

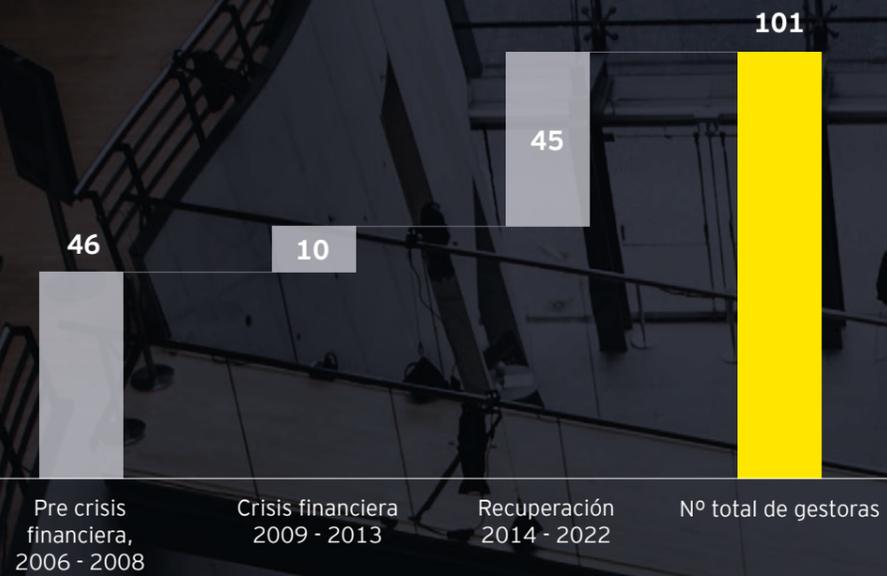
2006 - 2022
(€ millones)



Tras un periodo de estancamiento durante la crisis financiera de 2009-2013, se vuelve a recuperar la creación de gestoras objeto del estudio, impulsada por (i) el lanzamiento por parte de Axis del FOND-ICO Global, facilitando el levantamiento de fondos al ejercer como inversor ancla y (ii) la aprobación de la Ley 22/2014 de entidades de Capital Riesgo. Está por ver el impacto que pueda tener a futuro la nueva regulación que permite la inversión en capital privado al segmento minorista.

Número de gestoras creadas

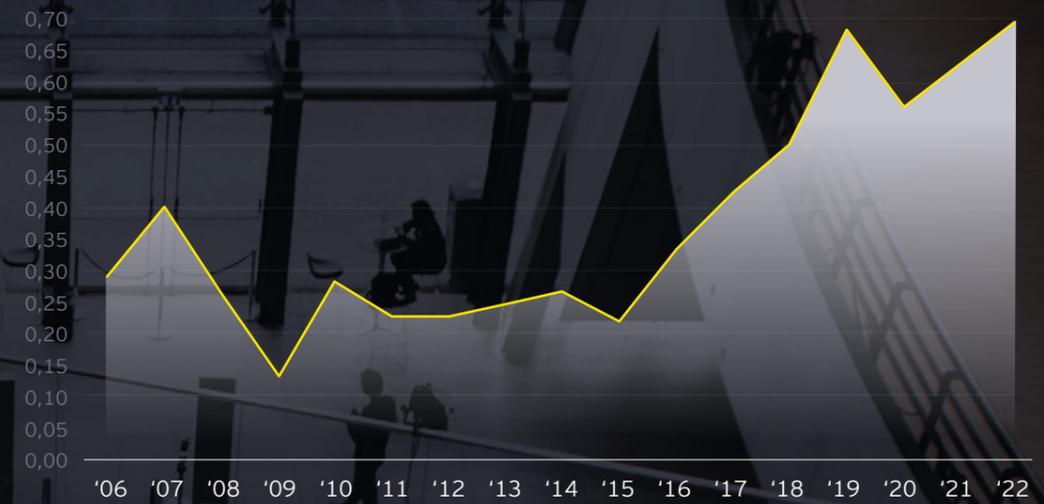
2006 - 2022



La relación de los recursos invertidos como porcentaje del PIB de los fondos de capital privado, tanto nacionales como internacionales, ha aumentado un 143% durante el periodo 2006 -2022 hasta alcanzar el 0,70% en 2022. Esto supone un aumento del 0,07% respecto a 2021, convergiendo hacia las ratios habituales de los países de nuestro entorno, siendo la media europea el 0,62% (según *Invest Europe*).

Inversión en capital privado, % sobre PIB

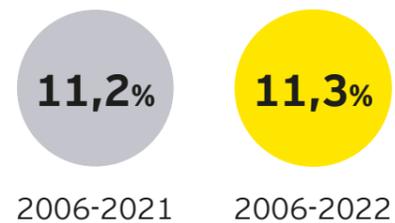
2006 - 2022



4 Cifras clave

Estudio de la rentabilidad del capital privado español

Rentabilidad



TIR neta¹



TVPI¹

¹ El hecho de que la añada media ponderada de los fondos incluida en la muestra del año 2022 sea menor que en el estudio del año 2021, hace que a pesar de presentar un menor TVPI la TIR sea ligeramente superior. Para mayor detalle, por favor, ver la página 17.

² Índice calculado usando método Long Nickels PME.

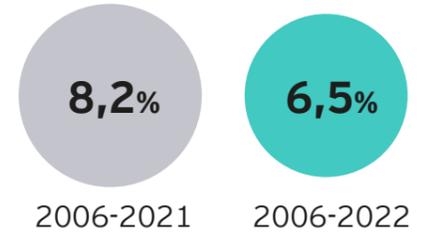
³ La población del estudio está formada por vehículos de vida limitada levantados por las gestoras españolas de fondos de *Private Equity* y *Venture Capital* de titularidad privada desde 2006.

Benchmark



Rentabilidad anual:

Índice IBEX 35²



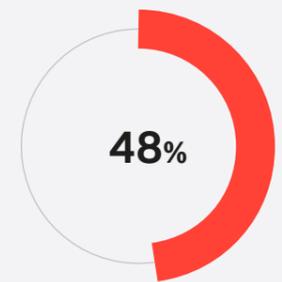
Rentabilidad anual:

Índice Euro Stoxx 600²

Cobertura del estudio



Aportaciones comprometidas³

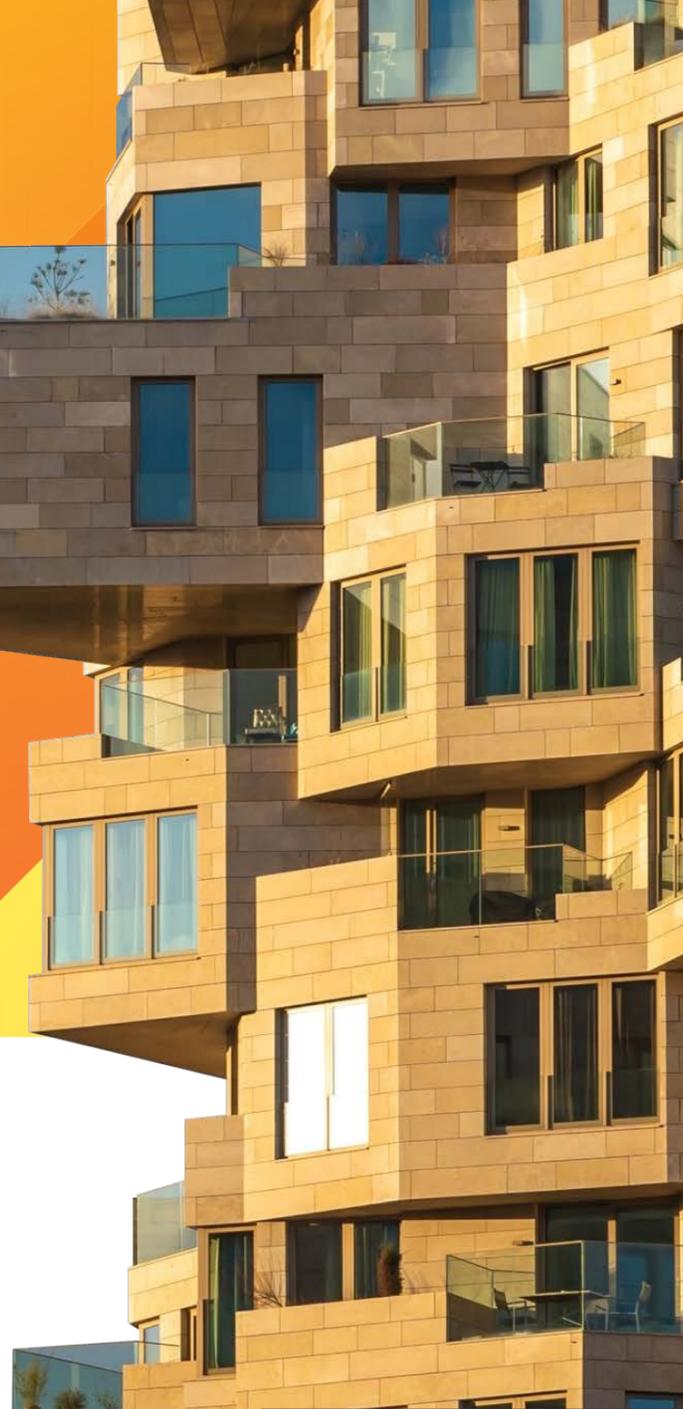


Gestoras de fondos³

5 Metodología

La población objeto de este estudio está formada por los fondos de los vehículos de inversión de vida limitada levantados por las gestoras españolas de titularidad privada a partir del año 2006. Sobre esta población se ha realizado un ejercicio de contacto, recopilación y descarte. Este estudio tiene en consideración únicamente aquellos fondos que han proporcionado todos los datos necesarios para calcular el rendimiento y, en consecuencia, no se han incluido los fondos con datos parciales y/o incompletos. Asimismo, el análisis incluye exclusivamente aquellos fondos que tienen como mínimo dos años de historia a la fecha de referencia del informe (2022), eliminando así el efecto depresor creado por fondos recientes en periodo de estabilización, lo que comúnmente se conoce como "curva J".

Nota: El universo del estudio está formado por vehículos de vida limitada levantados por las gestoras españolas de fondos de *Private Equity* y *Venture Capital* de titularidad privada desde 2006.



2.589

Las aportaciones en esta edición han ascendido a 2.589 millones €, de las cuales el 55% provienen de los fondos nuevos añadidos al estudio este año.

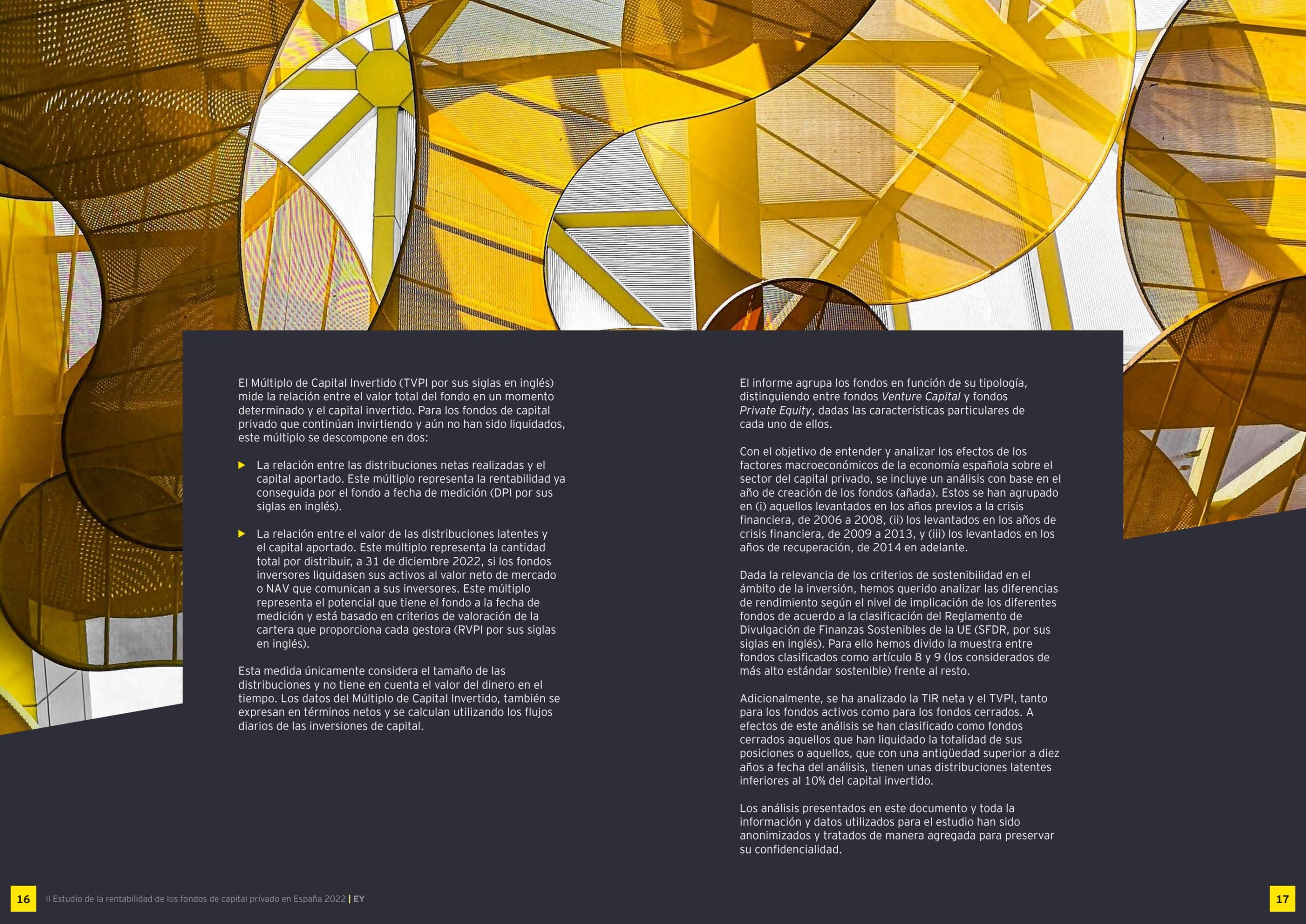
Así pues, la muestra considerada en el estudio está compuesta por 47 gestoras y 162 fondos españoles de capital privado, lo que representa aproximadamente un 47% de la población y más de un 60% de las aportaciones de capital totales durante el periodo 2006-2020, concretamente 8.961 millones €. Esta cobertura, superior a la alcanzada en la primera edición, nos da tranquilidad sobre la robustez y fiabilidad de las conclusiones del estudio. Las aportaciones en esta edición han ascendido a 2.589 millones €, de las cuales el 55% provienen de los fondos nuevos añadidos al estudio este año.

Los datos de rendimiento han sido expresados en términos de TIR neta y de TVPI con el objetivo de hacerlos comparables con otros estudios de nuestro entorno y siguiendo las recomendaciones de la "Guía del reporting integrado para entidades de capital privado en España" publicada por Spaincap y EY.

La TIR neta cuantifica la rentabilidad obtenida por los inversores del fondo, descontando comisiones y *carried interest*. Se calcula utilizando los flujos diarios de inversiones y distribuciones de capital más el valor de mercado de los activos netos. Este análisis representa la rentabilidad ponderada del total de los fondos de capital privado español y no una media de la rentabilidad individual de cada fondo, por lo que nuestro análisis tiene en cuenta el peso relativo de cada fondo y cada flujo sobre el total. En nuestra opinión, esta métrica es la que mejor refleja la rentabilidad agregada del sector, tiene en cuenta los plazos de inversión y permite la comparabilidad con otras clases de activos.

Adicionalmente, con el objetivo de proporcionar información sobre la dispersión de los retornos, hemos realizado un análisis de rentabilidad media por cuartiles. Para ello hemos clasificado todos los fondos en función de su rentabilidad y, sobre estas submuestras, hemos calculado la media aritmética de la TIR neta y del TVPI.

Nota: Este estudio está elaborado siguiendo las recomendaciones de la Guía del reporting integrado para entidades de capital privado en España 2021 publicado por SpainCap e EY así como la práctica de estudios similares a nivel europeo.



El Múltiplo de Capital Invertido (TVPI por sus siglas en inglés) mide la relación entre el valor total del fondo en un momento determinado y el capital invertido. Para los fondos de capital privado que continúan invirtiendo y aún no han sido liquidados, este múltiplo se descompone en dos:

- ▶ La relación entre las distribuciones netas realizadas y el capital aportado. Este múltiplo representa la rentabilidad ya conseguida por el fondo a fecha de medición (DPI por sus siglas en inglés).
- ▶ La relación entre el valor de las distribuciones latentes y el capital aportado. Este múltiplo representa la cantidad total por distribuir, a 31 de diciembre 2022, si los fondos inversores liquidasen sus activos al valor neto de mercado o NAV que comunican a sus inversores. Este múltiplo representa el potencial que tiene el fondo a la fecha de medición y está basado en criterios de valoración de la cartera que proporciona cada gestora (RVPI por sus siglas en inglés).

Esta medida únicamente considera el tamaño de las distribuciones y no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Los datos del Múltiplo de Capital Invertido, también se expresan en términos netos y se calculan utilizando los flujos diarios de las inversiones de capital.

El informe agrupa los fondos en función de su tipología, distinguiendo entre fondos *Venture Capital* y fondos *Private Equity*, dadas las características particulares de cada uno de ellos.

Con el objetivo de entender y analizar los efectos de los factores macroeconómicos de la economía española sobre el sector del capital privado, se incluye un análisis con base en el año de creación de los fondos (añada). Estos se han agrupado en (i) aquellos levantados en los años previos a la crisis financiera, de 2006 a 2008, (ii) los levantados en los años de crisis financiera, de 2009 a 2013, y (iii) los levantados en los años de recuperación, de 2014 en adelante.

Dada la relevancia de los criterios de sostenibilidad en el ámbito de la inversión, hemos querido analizar las diferencias de rendimiento según el nivel de implicación de los diferentes fondos de acuerdo a la clasificación del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles de la UE (SFDR, por sus siglas en inglés). Para ello hemos dividido la muestra entre fondos clasificados como artículo 8 y 9 (los considerados de más alto estándar sostenible) frente al resto.

Adicionalmente, se ha analizado la TIR neta y el TVPI, tanto para los fondos activos como para los fondos cerrados. A efectos de este análisis se han clasificado como fondos cerrados aquellos que han liquidado la totalidad de sus posiciones o aquellos, que con una antigüedad superior a diez años a fecha del análisis, tienen unas distribuciones latentes inferiores al 10% del capital invertido.

Los análisis presentados en este documento y toda la información y datos utilizados para el estudio han sido anonimizados y tratados de manera agregada para preservar su confidencialidad.

6 Resultados

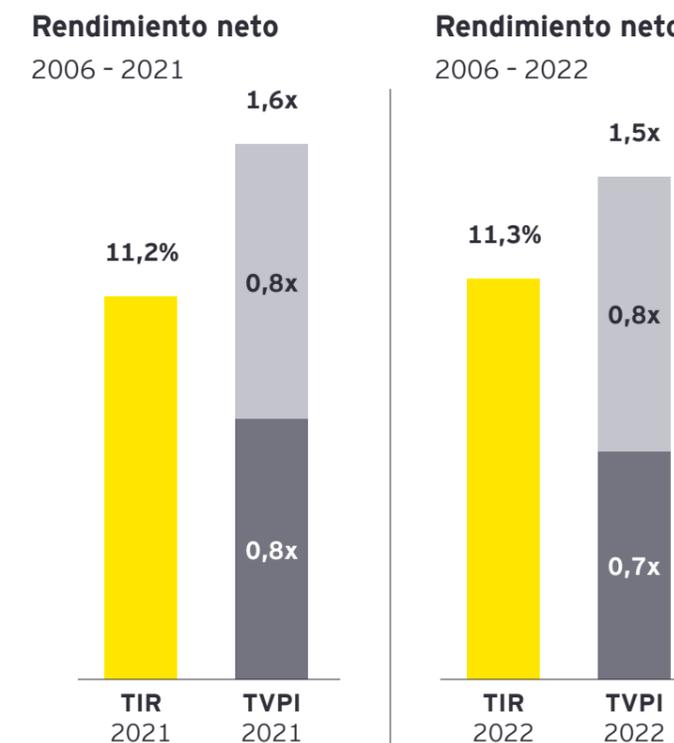
Panorama general

A 31 de diciembre de 2022 los fondos españoles de capital privado muestran una tasa interna de retorno ("TIR") del 11,3%, un 0,1% superior al estudio realizado en 2021, mientras que el TVPI ha caído ligeramente de 1,6x a 1,5x. Esto se debe a que los nuevos fondos incorporados en la muestra son de añadas más recientes, con un *holding period* de 2,7, casi un año menos de media que los participantes de la anterior edición.

Este dato agregado, que considera una serie temporal de 15 años, muestra la resiliencia de los fondos españoles para generar rentabilidad de forma consistente.



Estos retornos se han calculado analizando los fondos con fecha de creación desde 2006 hasta 2020, incluidos los fondos de las gestoras que han decidido participar en el estudio por primera vez este año. En concreto se han incorporado 36 fondos procedentes de ocho gestoras, que representan un total de 123 fondos y 8.961 millones € de aportaciones (+41% respecto a 2021), siendo el 75% *Private Equity* y el 25% *Venture Capital* aproximadamente.



■ TIR
■ Distribuciones latentes (RVPI)
■ Distribuciones realizadas (DPI)

Aportaciones de capital	6.373M€	8.961M€
Nº de fondos seleccionados ¹	87	123

Holding period²

Fondos añadidos en 2022	2,7 años
Fondos participantes en la anterior edición	3,5 años
Total muestra	3,3 años

¹ Aquellos fondos que presentan una añada al menos dos años anterior al año de elaboración del informe. Para más información, por favor ver sección de metodología.

² La tabla muestra el holding period de cada fondo ponderado en función de sus flujos de caja.

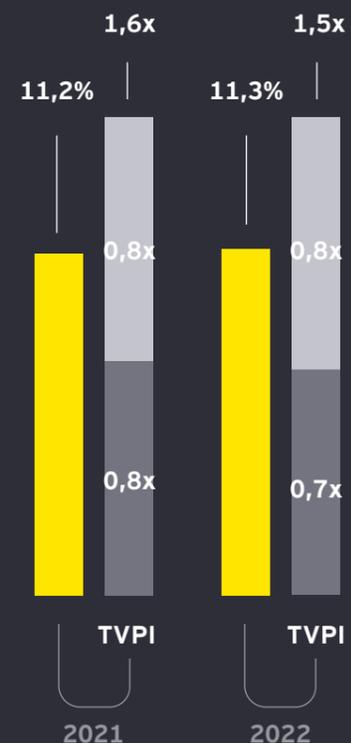
Rendimiento según tipología de fondo

Al analizar los datos según la tipología de fondo se observa que los fondos de *Venture Capital* presentan, de forma agregada, rentabilidades superiores (12,8% vs la media del sector del 11,3%). Ahora bien, tal y como se comentó el año pasado, las distribuciones latentes conllevan mayor volatilidad como se observa en este estudio, donde las distribuciones latentes han sufrido una caída de c.30%.

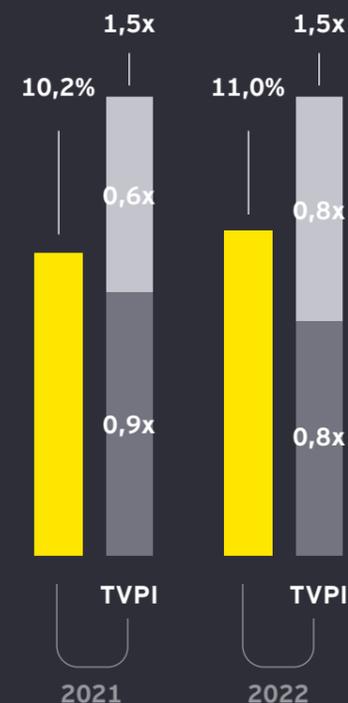
Por su parte, los fondos de *Private Equity* presentan unas rentabilidades de doble dígito (11,0%), pero con un peso de las distribuciones realizadas del 50%, demostrando una menor dependencia de materialización futura de las distribuciones latentes.

Respecto de las variaciones entre 2021 y 2022, se observa una mejora del 0,8% en los fondos de *Private Equity* mientras que los fondos de *Venture Capital* registran una significativa caída del 4,5% de la rentabilidad. La subida de tipos perjudica en mayor medida a los fondos de *Venture Capital*, en los cuales los flujos de caja futuros se encuentran más alejados en el tiempo y necesitan de rondas de financiación para financiar sus planes de negocio.

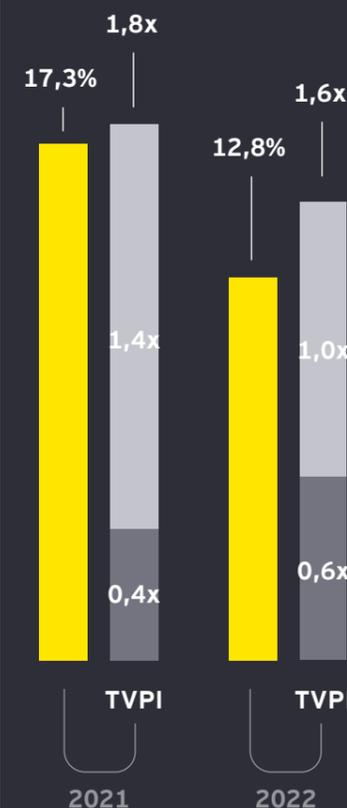
Total Fondos capital privado



Fondos Private Equity



Fondos Venture Capital



■ TIR neta ■ Distribuciones realizadas (DPI) ■ Distribuciones latentes (RVPI)

2022	8.961M€	6.710M€	2.251M€	Aportaciones
2021	6.373M€	5.058M€	1.315M€	
2022	123	50	73	Nº de fondos
2021	87	40	47	

Estudio según año de creación ("añadas") 2006-2022

Se ha llevado a cabo un análisis agrupando los fondos en función de su año de creación y el contexto económico en que se levantaron. Para ello, se ha dividido el periodo general de análisis 2006-2022 en tres sub-periodos:

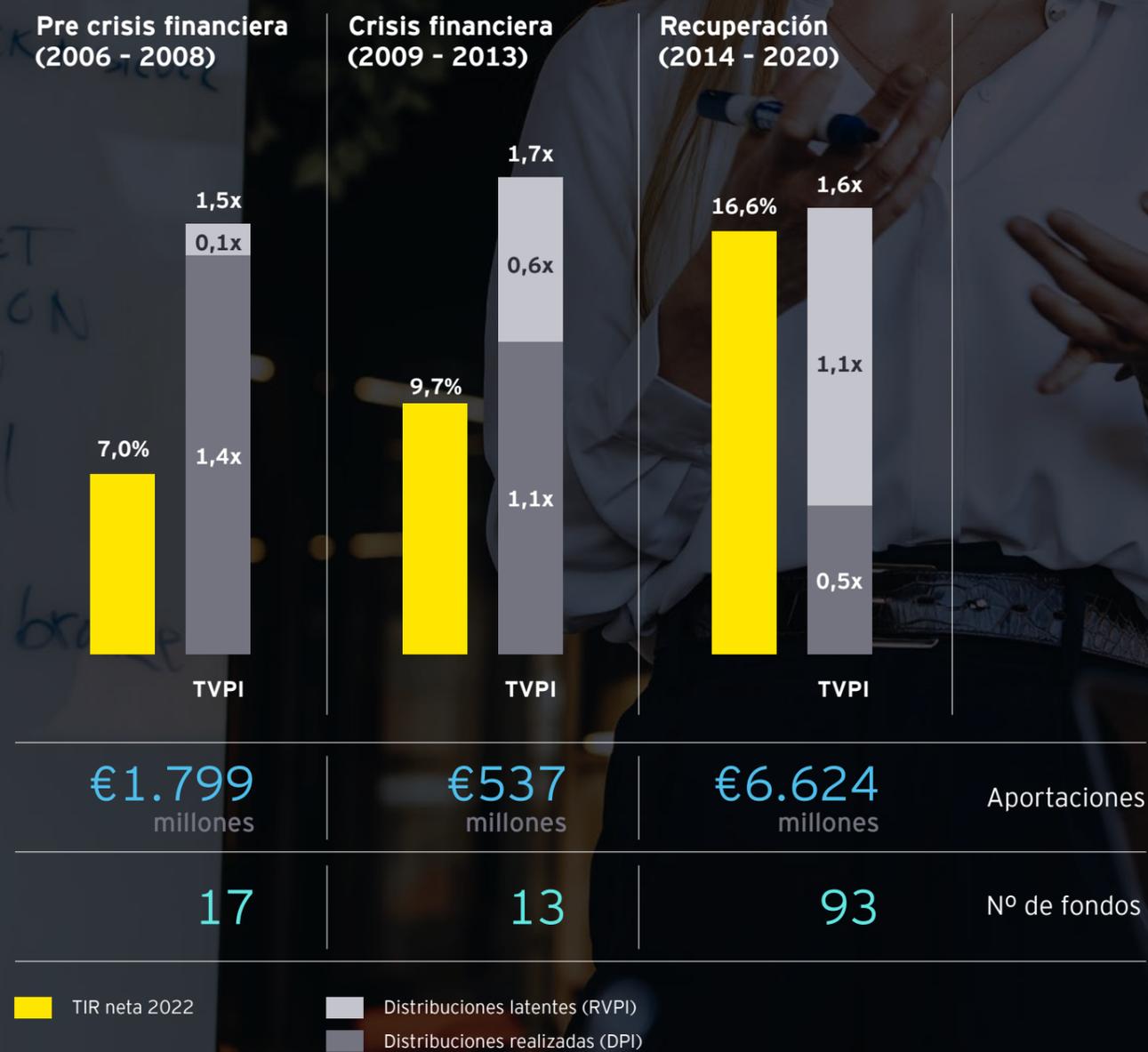
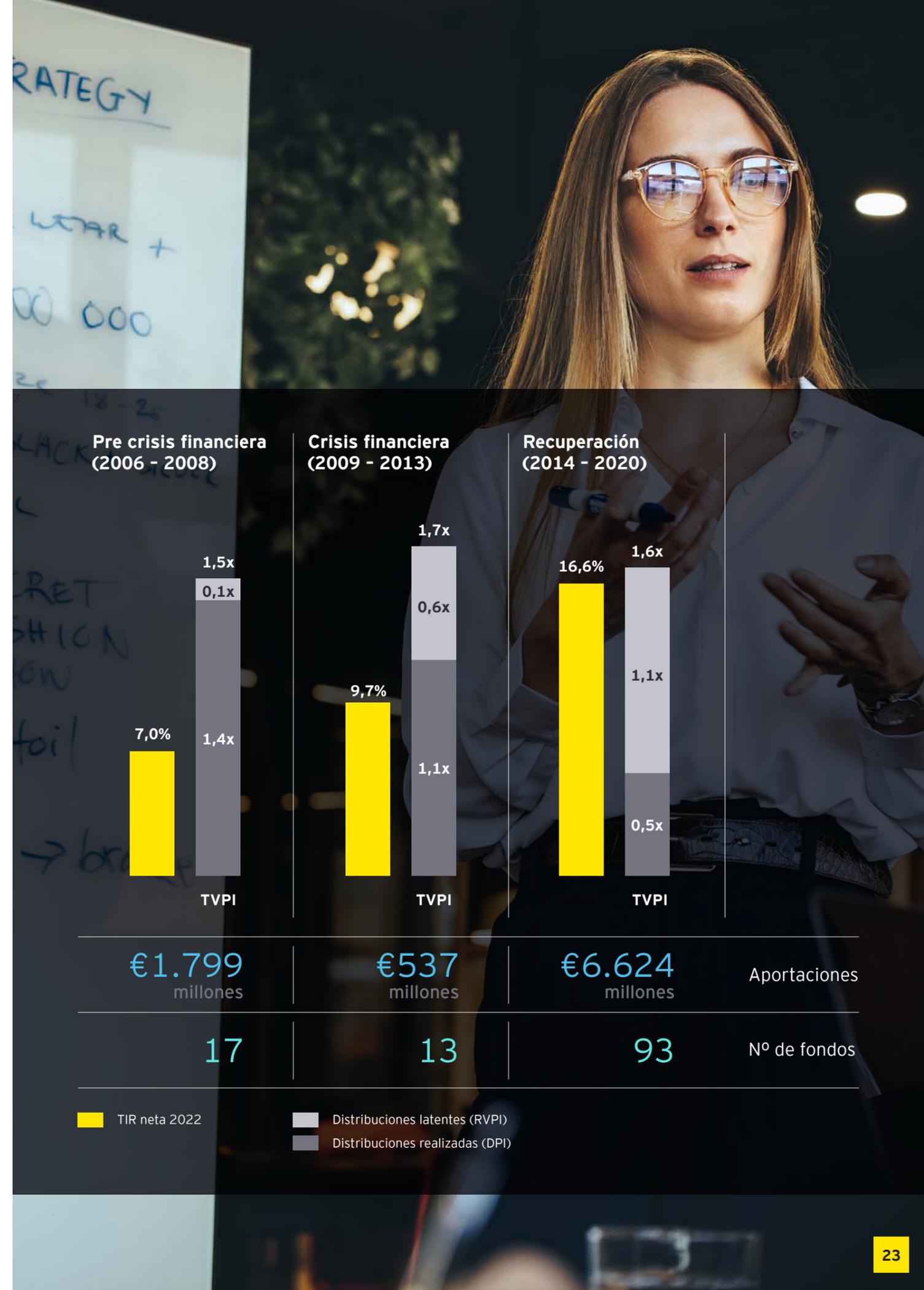
- 1** **Pre crisis financiera (2006-2008):** caracterizado por fuertes crecimientos del PIB y aumento del crédito.
- 2** **Crisis financiera (2009-2013):** caracterizado por la contracción del PIB y del crédito, acompañado de un aumento de los índices de desempleo.
- 3** **Recuperación (2014-2020):** caracterizado por el incremento del PIB y recuperación del empleo, unido a la expansión del crédito favorecida por la disminución generalizada de los tipos de interés.

Al igual que en la anterior edición, se continúa apreciando un evidente aumento de la rentabilidad derivada del impacto positivo en el ciclo de inversión del crecimiento económico. Así, los fondos de más reciente creación (etapa de recuperación) presentan unas tasas de rentabilidad del 16,6% (vs la tasa de rentabilidad general agregada del 11,3%). No obstante, es necesario considerar cierta prudencia por cuanto estos fondos presentan, como es lógico por ser más recientes, una parte significativa de su potencial pendiente de realización. Por el contrario, los fondos invertidos antes de 2009 se vieron perjudicados por la necesidad de realizar la mayor parte de las desinversiones en momentos complejos para la economía. Los fondos del periodo correspondiente a la crisis financiera, si bien muestran resiliencia y continúan aumentando las distribuciones realizadas, han visto como las valoraciones de las distribuciones latentes disminuían.

Más allá de las rentabilidades obtenidas, la evolución del número de fondos creados y aportaciones (*capital calls*) durante los tres periodos analizados, muestran la creciente pujanza del capital privado en el periodo considerado. Las aportaciones del periodo de recuperación representan aproximadamente un 74% del total. Se puede observar cómo durante los años de crisis las aportaciones fueron muy reducidas por las dificultades del contexto económico español y la falta de liquidez.

74%

Las aportaciones del periodo de recuperación representan un 74% del total, aproximadamente.



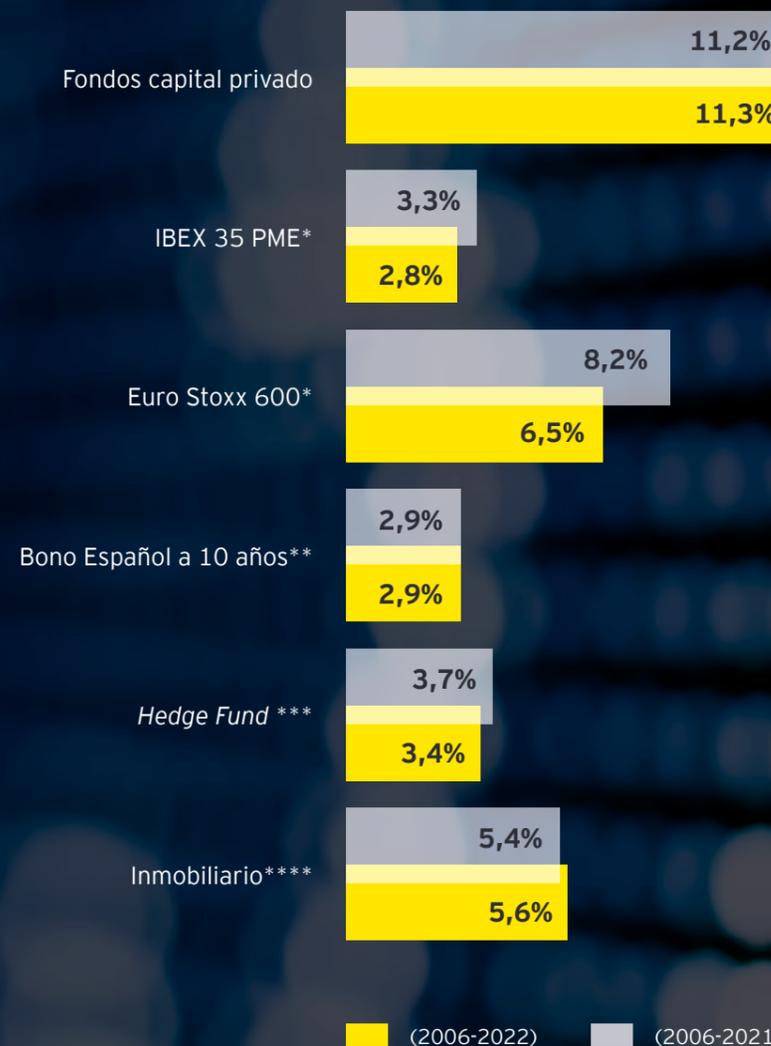
Comparación del capital privado con otros activos (asset class)

Con el objetivo de poner en contexto las rentabilidades alcanzadas por el capital privado, se aporta una comparación con otras posibles alternativas de inversión, tanto en el ámbito nacional como en el europeo. Los índices IBEX 35 y Euro Stoxx 600 representan una alternativa líquida de inversión en renta variable, mientras que el índice de *Hedge Funds* nos da una idea de la rentabilidad de un fondo de inversión libre con menos limitaciones legales. Por último, el bono español a 10 años y el índice inmobiliario nos sirven de referencia de la rentabilidad de alternativas para un perfil de riesgo más conservador.

Un año más, el capital privado español bate la rentabilidad de otros activos de inversión considerados como inversiones alternativas a este y representados por sus respectivos índices. Mientras que el rendimiento de los fondos de capital privado ha mejorado ligeramente, junto con el índice inmobiliario, los índices del mercado de valores han caído en 2022.

Así, el capital privado español cuadruplica el comportamiento del índice IBEX 35* durante el periodo considerado y mejora en más de un 70% al Euro Stoxx 600*, ambos considerando dividendos reinvertidos y sin comisiones. Igualmente, el diferencial del capital privado frente al bono español a 10 años supera el 8%, representado una prima robusta frente a alternativas de renta variable. Comparativamente con la rentabilidad inmobiliaria, el capital privado supera el doble de su retorno. Esto equivale a que en un plazo de 10 años el capital privado multiplica la inversión por 2,9 veces, mientras que el inmobiliario multiplica por 1,7 en el mismo tiempo.

Rendimiento neto anualizado



* Índice calculado usando método Long Nickels PME.

** Media del spot *Yield-To-Maturity* del bono español a 10 años desde enero 2006 a fecha estudio.

*** Credit Suisse Hedge fund index.

**** Índice calculado a partir de la rentabilidad anual de la vivienda, Banco de España.

■ (2006-2022) ■ (2006-2021)



Variación de la TIR por cuartiles

También se realiza un análisis de la dispersión de la rentabilidad de los fondos de capital privado, mediante la división de los mismos en cuartiles, metodología estandarizada en la industria. Como en cualquier tipología de activos de inversión, el comportamiento no es homogéneo en toda la muestra, por lo que su análisis nos aporta información relevante.

Centrándonos en los fondos de *Private Equity*, se puede observar que las cifras de 2022 muestran que más de un 60% de las aportaciones se realizaron en los cuartiles 1 y 2 (versus 50% en el año anterior), con rentabilidades medias en términos de TIR neta elevadas (30,9% y 14,4%) similares a las obtenidas en la anterior edición del estudio (30,8% y 16,4%). En ambos periodos, los tres primeros cuartiles obtienen rentabilidades positivas y superiores a las alternativas de inversión mostradas en la página anterior y representando cerca del 90% del total de las aportaciones. En resumen, en 2022 hay menor dispersión en la muestra de fondos analizados.

En cuanto a los fondos de *Venture Capital*, el porcentaje de fondos aportados situados en el primer cuartil es de un 24,4%, frente al 36,5% de 2021, influido por la caída de las valoraciones de esta tipología en 2022. Asimismo, se puede ver que, a pesar de la caída de la rentabilidad de los fondos de *Venture Capital*, cerca del 70% de las aportaciones cuentan con TIR media positiva (1.568 millones €)

En conjunto, los fondos de capital privado presentan una mayoría del capital asignado en los cuartiles superiores (83%), a pesar de haberse reducido el porcentaje con respecto al año anterior, lo que indica una adecuada selección de los más rentables por parte de los inversores. Esto es posible por el *track record* que presentan ya muchas de las firmas del sector, la transparencia fomentada en los últimos años y la profesionalización de los inversores.

90%

Los tres primeros cuartiles obtienen rentabilidades positivas y superiores a las alternativas de inversión mostradas en la página anterior y representando cerca del 90% del total de las aportaciones de los fondos de *Private Equity*.

	2021	2022	Total Fondos capital privado	Fondos <i>Private Equity</i>	Fondos <i>Venture Capital</i>	Cuartil			
Rentabilidad Media* (TIR neta)			44,4%	31,8%	30,8%	30,9%	53,5%	32,2%	1 ^{er}
			17,0%	14,0%	16,4%	14,4%	17,8%	13,3%	2 ^o
			5,8%	7,2%	7,5%	8,0%	2,4%	6,5%	3 ^{er}
			-13,2%	-8,4%	-3,1%	-2,2%	-15,0%	-10,2%	4 ^o
Aportaciones			16,2%	25,5%	10,9%	25,8%	36,5%	24,4%	1 ^{er}
			43,7%	31,5%	50,3%	36,5%	18,5%	16,5%	2 ^o
			27,9%	26,0%	28,5%	25,1%	25,7%	28,7%	3 ^{er}
			12,2%	17,0%	10,3%	12,5%	19,3%	30,4%	4 ^o
Total			€6.373 millones	€8.961 millones	€5.058 millones	€6.710 millones	€1.315 millones	€2.251 millones	

* Rentabilidad calculada como la media aritmética del cuartil.

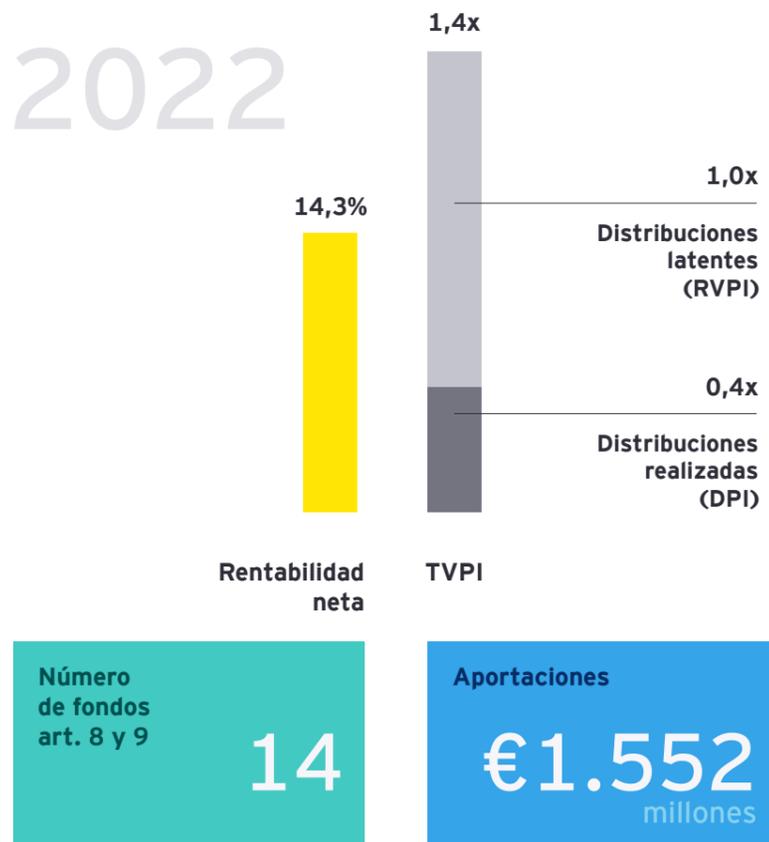
Rendimiento de los fondos artículo 8 y 9

El reglamento europeo sobre la transparencia de la información en materia de sostenibilidad para los productos financieros (SFDR), establece una categorización en función del nivel de implicación en materia de ESG (*Environmental, Social & Governance*).

Según esta clasificación, se denomina fondos del "artículo 8" a aquellos que promuevan, en sus inversiones, características medioambientales o sociales. Por otro lado, serán fondos del "artículo 9" aquellos que tengan como objetivo inversiones sostenibles, que incluye también los denominados "fondos de impacto".

De los 123 fondos analizados, 14 cumplen con los requisitos establecidos en alguno de estos dos artículos. En ellos, se han registrado aportaciones por valor de 1.552 millones € en 2022.

La TIR neta de estos fondos es de 14,3%, siendo esta un 3% mayor que la del conjunto de todos los fondos analizados. El TVPI está compuesto principalmente por distribuciones latentes, ya que el *holding period* de los fondos "artículo 8" y "artículo 9" (2,3 años) es inferior al del resto de los fondos, (3,8 años), por ser esta clasificación* de reciente creación.

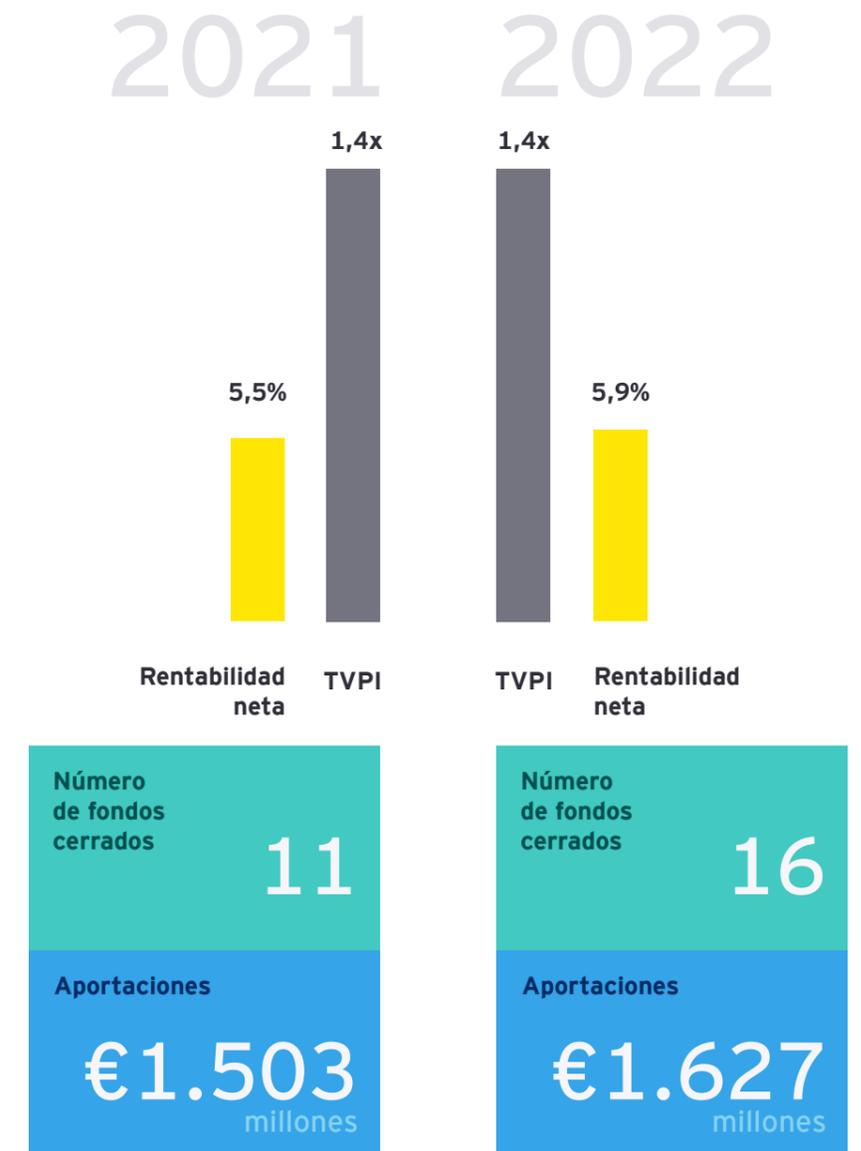


* El Reglamento de Divulgación entró en vigor el 10 de marzo de 2021, por lo que a cierre de 2022 el *holding period* máximo era de 1,8 años. La explicación de que haya un *holding period* de 2,3 años se debe a que hubo fondos que estaban ya dentro del periodo de inversión que se transformaron a esta clasificación.

Rendimiento de los fondos cerrados

De los 123 fondos analizados desde 2006 a 2022 únicamente 16 se encuentran actualmente cerrados* (frente a los 11 del año anterior). La TIR neta de los fondos cerrados ha crecido de 5,5% a 5,9%, mientras que el TVPI se ha mantenido estable, gran parte debido a los nuevos fondos que han sido incorporados en la muestra.

Este rendimiento es inferior al de los fondos abiertos debido principalmente a su antigüedad y el contexto económico de la crisis financiera en el que se realizaron la mayoría de las inversiones. No obstante, la rentabilidad de los fondos cerrados es superior a la de la mayoría del resto de las alternativas de inversión analizadas en este informe.



* Se consideran fondos cerrados aquellos que han desinvertido todas sus participaciones o aquellos de una añada superior a 10 años y cuyas distribuciones latentes son inferiores a un 10% de las aportaciones realizadas al fondo. Para más información respecto a los fondos cerrados acudir al Anexo I: Definiciones.

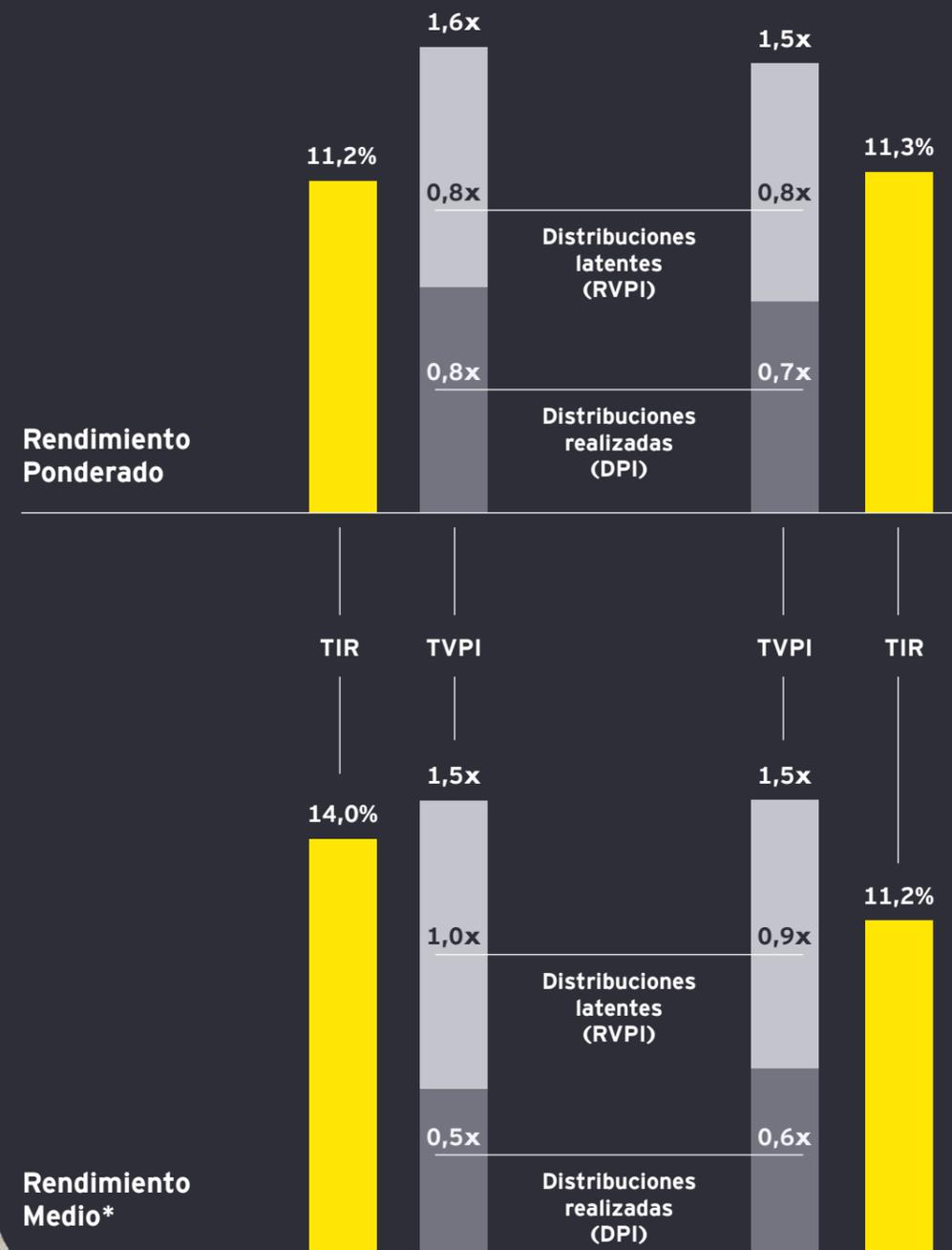
Comparativa de la TIR y TVPI ponderado con el medio

A efectos comparativos se presenta el rendimiento medio frente al ponderado para 2022 y su variación respecto al año anterior. Se observa que el rendimiento calculado como la media aritmética de los fondos (que muestra una caída de 2,8 p.p. en el último año) es similar al rendimiento ponderado por tamaño en 2022. Esta caída del rendimiento medio se debe principalmente a la caída de la TIR de los fondos de *Venture Capital* que, al ser de menor tamaño, estas variaciones afectan en mayor medida al rendimiento medio. En cambio, los fondos de *Private Equity* tienen mayor peso en la media ponderada.

Cuando se descompone el retorno de estos fondos, el factor principal es una valoración de las distribuciones latentes ligeramente superior frente al criterio ponderado (60% en el TVPI medio frente al 53% en el TVPI ponderado). En cuanto a la comparativa entre 2021 y 2022, el TVPI medio se ha mantenido en niveles similares, habiendo caído en 0,1x las distribuciones latentes, debido al ajuste en los NAV de los fondos de *Venture Capital*.

2021

2022



* Rentabilidad calculada como la media aritmética.

7 Anexos

Definiciones

Definición de la tasa interna de retorno (TIR)

- ▶ La TIR es la tasa de descuento que hace que el valor presente de una serie de flujos financieros en un momento T sea igual a cero.

$$\sum_{t=1}^n \frac{\text{Aportaciones al fondo}_t}{(1+TIR)^t} - \sum_{t=1}^m \frac{\text{Distribuciones}_t + NAV}{(1+TIR)^t} = 0$$

Definición de la tasa interna de retorno neta

- ▶ La TIR neta es la TIR que obtiene un suscriptor por su inversión en un vehículo de capital privado (fondo de capital riesgo, sociedad de capital riesgo, sociedad limitada, etc.). Tiene en cuenta los flujos negativos relativos a las sucesivas solicitudes de fondos y los flujos positivos relativos a las distribuciones (en efectivo y a veces en valores), así como el valor liquidativo de las participaciones mantenidas en el vehículo en la fecha de cálculo.
- ▶ Esta tasa es neta de comisiones de gestión y *carried interest*.
- ▶ Incluye el impacto de los flujos distribuidos y aportados, el efecto del tiempo y el valor estimado de la cartera viva.

Múltiplo de capital invertido (TVPI)

- ▶ El TVPI es la relación entre el valor de las distribuciones del fondo más el NAV, dividido por las aportaciones de capital. Este se calcula dividiendo el retorno generado (distribuciones netas y valor residual) entre la contribución (aportaciones al fondo).

$$TVPI = \frac{\sum_{t=1}^n \text{Distribuciones}_t + NAV}{\sum_{t=1}^m \text{Aportaciones al fondo}_t}$$

- ▶ Las distribuciones del fondo se pueden clasificar como distribuciones netas realizadas y distribuciones latentes. Las distribuciones realizadas son aquellas distribuciones ya devueltas a los inversores del fondo. Las distribuciones latentes son aquellas que se derivan del valor de la cartera pendiente de desinvertir. Por tanto, el TVPI se puede clasificar en dos tipos: realizado y latente.

TIR y TVPI medio

- ▶ La TIR media y el TVPI medio se han obtenido estimando la TIR neta y TVPI individual para cada fondo y calculando la media aritmética de estos valores.

Fondos seleccionados

- ▶ Para el análisis a 31/12/2022, se han seleccionado los fondos creados con anterioridad a 2020, estando el año límite incluido, lo que resulta en la selección de 123 de los 162 fondos analizados.

Fondos cerrados

- ▶ Se consideran fondos cerrados aquellos que han desinvertido todas sus participaciones o aquellos que han sido creados hace más de 10 años y cuyas distribuciones latentes son inferiores a un 10% de las aportaciones realizadas al fondo.

Dispersión del rendimiento - análisis de los cuartiles

- ▶ Los fondos se clasifican en orden creciente de rendimiento y luego se dividen en cuatro muestras para que cada muestra represente el 25% de los datos muestrales (es decir, todos los fondos analizados). Se clasifica como primer cuartil aquel que contiene el 25% de los fondos con mayor rentabilidad, el segundo cuartil es aquel que contiene los fondos con la segunda mejor rentabilidad, y así sucesivamente. Para cada cuartil se ha calculado el rendimiento medio, utilizando los fondos seleccionados para el cálculo de la TIR y TVPI.

Método Long Nickels PME

- ▶ La metodología PME (*Public Market Equivalent*) consiste en calcular la TIR de un vehículo que hubiera replicado todos los flujos de caja de un fondo de capital privado en un índice bursátil de referencia (para poder comparar la rentabilidad de una inversión en un fondo de capital privado con el de una inversión del mismo tipo en un índice bursátil).
- ▶ La TIR de PME del vehículo modelado de esta manera representa, por lo tanto, el rendimiento que un inversor podría haber obtenido si hubiera comprado o vendido el equivalente del índice cada vez que un fondo de capital privado realizó una solicitud de fondos (inversión) o una distribución (desinversión).
- ▶ Se ha seleccionado el IBEX 35 y el EURO STOXX 600, ambos con dividendos reinvertidos, como índices bursátiles de referencia.

Índice inmobiliario

- ▶ El índice inmobiliario consiste en la rentabilidad anual de la vivienda. Esta se calcula realizando la media de rentabilidad anual bruta estimada por alquiler, añadiendo el efecto de la apreciación de la vivienda. El primer año considerado para el cálculo del índice inmobiliario ha sido 2006.
- ▶ Los datos de la rentabilidad bruta estimada por alquiler más la plusvalía utilizada para el cálculo del índice inmobiliario se obtienen del Banco de España.

Índice Hedge Fund de Credit Suisse

- ▶ El índice *Hedge Fund* de *Credit Suisse* se ha calculado como el retorno anualizado desde 2006.

Dispersión

Límites de la TIR y TVPI por cuartiles de la muestra completa (2006-2022)

A modo ilustrativo se incluyen a continuación los valores de los límites para cada cuartil, tanto de la Rentabilidad (TIR neta), como del TVPI.

	Puntos de corte de los cuartiles Rentabilidad (TIR neta)	Puntos de corte de los cuartiles TVPI	Cuartil
	2006 - 2022	2006 - 2022	
Total Fondos capital privado	19,2% ↔ 158,7%	1,7x ↔ 10,7x	1 ^{er}
	10,6% ↔ 19,0%	1,4x ↔ 1,7x	2 ^o
	3,0% ↔ 10,4%	1,1x ↔ 1,4x	3 ^{er}
	-34,7% ↔ 2,3%	0,3x ↔ 1,1x	4 ^o
Fondos de Private Equity	21,3% ↔ 50,4%	1,7x ↔ 3,0x	1 ^{er}
	10,7% ↔ 19,0%	1,4x ↔ 1,7x	2 ^o
	3,8% ↔ 10,2%	1,1x ↔ 1,4x	3 ^{er}
	-8,4% ↔ 2,3%	0,8x ↔ 1,0x	4 ^o
Fondos de Venture Capital	19,2% ↔ 158,7%	1,7x ↔ 10,7x	1 ^{er}
	10,6% ↔ 18,5%	1,4x ↔ 1,7x	2 ^o
	3,0% ↔ 10,4%	1,1x ↔ 1,4x	3 ^{er}
	-34,7% ↔ 0,7%	0,3x ↔ 1,1x	4 ^o

Dispersión

Límites de la TIR y TVPI por cuartiles para el periodo de recuperación (2014-2022)

A modo ilustrativo se incluyen a continuación los valores de los límites para cada cuartil, tanto de la Rentabilidad (TIR neta), como del TVPI.

	Puntos de corte de los cuartiles Rentabilidad (TIR neta)	Puntos de corte de los cuartiles TVPI	Cuartil
	2014 - 2022	2014 - 2022	
Total Fondos capital privado	21,3% ↔ 158,7%	1,7x ↔ 3,7x	1 ^{er}
	12,1% ↔ 20,9%	1,3x ↔ 1,6x	2 ^o
	0,8% ↔ 11,7%	1,0x ↔ 1,3x	3 ^{er}
	-34,7% ↔ 0,7%	0,3x ↔ 1,0x	4 ^o
Fondos de Private Equity	21,3% ↔ 50,4%	1,7x ↔ 3,0x	1 ^{er}
	12,5% ↔ 19,0%	1,3x ↔ 1,6x	2 ^o
	0,8% ↔ 11,4%	1,1x ↔ 1,3x	3 ^{er}
	-8,4% ↔ -0,5%	0,9x ↔ 1,0x	4 ^o
Fondos de Venture Capital	22,3% ↔ 158,7%	1,7x ↔ 3,7x	1 ^{er}
	12,1% ↔ 20,9%	1,4x ↔ 1,6x	2 ^o
	3,2% ↔ 11,7%	1,0x ↔ 1,3x	3 ^{er}
	-34,7% ↔ 0,7%	0,3x ↔ 1,0x	4 ^o

Agradecimientos

Este estudio ha sido elaborado gracias a la colaboración de las gestoras de capital privado español y miembros de SpainCap. La colaboración desinteresada de las entidades ha hecho posible realizar un estudio que va a permitir continuar aportando transparencia al conjunto del sector. Nuestro más sincero agradecimiento a las siguientes firmas por su participación en el informe:

- ▶ 4Founders Capital
- ▶ Abac Capital
- ▶ ABE Capital Partners
- ▶ Adara Ventures
- ▶ Alantra
- ▶ All Iron Ventures
- ▶ Alta Life Sciences
- ▶ Artá capital
- ▶ Athos Capital
- ▶ Aurica Capital
- ▶ BeAble Capital
- ▶ Bewater Funds
- ▶ Bullnet Gestión
- ▶ Columbus Venture Partners
- ▶ Conexo Ventures
- ▶ Creas Impacto
- ▶ Cross Road Biotech Inversiones Biotecnológicas
- ▶ Demium Capital
- ▶ Easo Ventures
- ▶ Encomenda Smart Capital
- ▶ Espiga Capital
- ▶ Faraday Venture Partners
- ▶ Ged Capital
- ▶ Global Social Impact Investments
- ▶ Inveready
- ▶ InVivo
- ▶ Iris Ventures
- ▶ JME Venture Capital (antes fundación Entrecanales)
- ▶ Kibo Ventures
- ▶ Miura Partners
- ▶ Nauta Capital VC Partners
- ▶ Nexxus Capital
- ▶ Oquendo Capital
- ▶ Portobello Capital
- ▶ Proa Capital
- ▶ Q Capital Alternative Investments
- ▶ Queka Real Partners
- ▶ Sabadell Asabys Health Innovation Investment
- ▶ Samaipata
- ▶ Seaya
- ▶ Ship2b Foundation
- ▶ Stellum Growth Private Equity
- ▶ Suma
- ▶ Swanlaab Venture Factory
- ▶ Torsa Capital
- ▶ Tresmares Capital
- ▶ Ysios Capital

Contactos

SpainCap

Oriol Pinya
Presidente de SpainCap
Socio Fundador de Abac Capital

José Zudaire
Director General de SpainCap

EY

Juan López del Alcázar
Head of Private Equity & Managing Partner Strategy and Transactions, EY Spain

Alfredo Salcedo, CFA
Socio Strategy and Transactions, EY Spain

Equipo de trabajo

José Martí Pellón
Catedrático Universidad Complutense de Madrid y fundador de Webcapitalriesgo

Ángela Alférez
Directora de Estudios y Venture Capital, SpainCap

María Bernal
Responsable de Origenación Strategy and Transactions, EY Spain

Dalíbor Loy, CFA
Senior Manager Strategy and Transactions, EY Spain

Marcos Salas
Webcapitalriesgo



EY | Assurance | Tax | Strategy and Transactions | Consulting

Acerca de EY

EY es líder mundial en servicios de auditoría, fiscalidad, asesoramiento en transacciones y consultoría. Los análisis y los servicios de calidad que ofrecemos ayudan a crear confianza en los mercados de capitales y las economías de todo el mundo. Desarrollamos líderes destacados que trabajan en equipo para cumplir los compromisos adquiridos con nuestros grupos de interés. Con ello, desempeñamos un papel esencial en la creación de un mundo laboral mejor para nuestros empleados, nuestros clientes y la sociedad.

EY hace referencia a la organización internacional y podría referirse a una o varias de las empresas de Ernst & Young Global Limited y cada una de ellas es una persona jurídica independiente. Ernst & Young Global Limited es una sociedad británica de responsabilidad limitada por garantía (company limited by guarantee) y no presta servicios a clientes. Para ampliar la información sobre nuestra organización, entre en ey.com.

© 2023 Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
Todos los derechos reservados.

