

# POTENCIAL DEL CAPITAL PRIVADO

PARA LAS ASEGURADORAS Y FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA

---

ENERO DE 2021



La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) es el organismo que representa a la industria del Venture Capital & Private Equity ante las autoridades, Gobierno, instituciones, inversores, empresarios y medios de comunicación. ASCRI emite comunicaciones de forma regular y proporciona estadísticas e información actualizada sobre la evolución del marco fiscal y legal. ASCRI también organiza una serie de actividades (cursos de formación, eventos y mesas redondas) para los socios y público en general con el fin de difundir y reforzar la contribución del capital privado a la economía y al crecimiento de las pymes en España. ASCRI difunde y garantiza los estándares profesionales entre sus miembros: la transparencia, las mejores prácticas y el buen gobierno. ASCRI engloba a más de 140 firmas nacionales e internacionales de Venture Capital & Private Equity, 80 proveedores de servicios y 14 socios inversores (limited partners).

[www.ascrri.org](http://www.ascrri.org)



Boston Consulting Group (BCG) es una multinacional de consultoría de gestión, líder en estrategia de negocios. Colaboramos con clientes de todos los sectores y áreas geográficas para identificar las oportunidades de mayor valor, abordar los retos más relevantes y transformar los negocios. Nuestro enfoque a la medida de cada cliente combina el conocimiento profundo de la dinámica empresarial y de los mercados con una estrecha colaboración con todos los niveles de la organización. Esto garantiza a nuestros clientes la consecución de ventajas competitivas sostenibles, la construcción de organizaciones más capaces y la obtención de resultados duraderos. Fundada en 1963, BCG es una sociedad limitada con más de 90 oficinas en 50 países.

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

## Carta del presidente y del director general de ASCRI

El Capital Privado ha acreditado sobradamente su impacto positivo en las compañías en que invierte, siendo un catalizador de la innovación, internacionalización o creación de empleo.

Pero es esencial reivindicar y explicar también su papel como destino de inversión. Debemos fijarnos en el otro lado del balance. El desarrollo y el éxito del Capital Privado tiene un impacto positivo en los inversores, que en gran medida son pequeños ahorradores a través de fondos de pensiones o lo somos todos nosotros como pagadores de primas de seguros. La riqueza que crea el Capital Privado está al alcance de todos si somos capaces de canalizar el ahorro institucional y particular al sector. Esto es especialmente relevante en un entorno de bajísimos tipos de interés que la pandemia amenaza con perpetuar a medio y largo plazo. Es por tanto perentorio encontrar la forma de que canalicemos más inversión a un sector que genera sistemáticamente rentabilidades muy atractivas y que, si se hace de una forma profesional, las consigue con un nivel de riesgo moderado.

España padece un déficit crónico de inversores institucionales que además tienen una exposición al Capital Privado, y a los activos privados en general, muy inferior a la deseable y a la que tienen en otros países de nuestro entorno. Y esta carencia tiene un efecto directo en la capacidad del sector de seguir invirtiendo en el desarrollo de nuestro tejido emprendedor y empresarial. Somos un sector global y durante muchos años nos hemos beneficiado de la inversión extranjera en España, lo cual nos ha generado una gran dependencia. Debemos por tanto impulsar nuestra base inversora local, que necesariamente invertirá también a nivel global, pero donde España tendrá sin duda un papel preponderante como destino de inversión.

Este estudio aborda de una forma objetiva y profesional el problema identificando las razones del mismo y proponiendo recomendaciones. Recomendaciones además para todos; gestores de fondos de Capital privado, inversores y reguladores.

Solo abordando el problema de forma rigurosa y pragmática podremos generar un círculo virtuoso que aumente la exposición al sector de los inversores, impulse la inversión productiva con parámetros de responsabilidad social, corporativa y medioambiental, mejore las rentabilidades para dichos inversores, que, insisto, somos todos, y atraiga más inversión y recursos al sector.

Tenemos sin duda alguna “quick wins” de gran impacto a nuestro alcance, pero también un camino largo que recorrer que exige responsabilidad y pragmatismo por parte de todos. Somos un sector que opera siempre pensando en el largo plazo y nuestro ciclo de negocio es muy largo. Los inversores deben hacer un esfuerzo por conocer el activo, invertir de forma organizada y profesional, ganar confianza en él. No hay atajos ni fórmulas mágicas, solo se trata de hacer bien las cosas gestionando adecuadamente la diversificación, siendo selectivos y constantes.

Nuestro más sincero agradecimiento a BCG por la elaboración de este estudio, y a Alantra Private Equity, Altamar, Arcano Capital, Axis, BBVA Asset Management, Capital Dynamics, Capital Partners, Casa Grande de Cartagena, Inderhabs, LGT Capital Partners, Loreto Mutua, Mapfre AM, Mutua Madrileña, Orienta Capital y Yielco Investments por su participación. Y también a Inverco, Invest Europe, Isabel Rodríguez (King & Wood Mallesons) y José Martí Pellón (Webcapitalriesgo).

Pongámonos manos a la obra ¡Ya!

**Aquilino Peña**  
Presidente de ASCRI y  
Socio fundador de Kibo Ventures

**José Zudaire**  
Director general de ASCRI



**En un contexto de tipos negativos y fuertes necesidades de capitalización del tejido empresarial, el Capital Privado representa una palanca de generación de valor para el desarrollo económico, para los inversores, y para las instituciones como aseguradoras y fondos de pensiones.**

A diferencia de otras economías desarrolladas, España dedica una pequeña parte del ahorro nacional a inversiones en Capital Privado, lo cual supone un coste de oportunidad:

- para la economía: la inversión en Capital Privado es un generador de crecimiento económico y de desarrollo del tejido productivo
- para el ahorro y la rentabilidad de los fondos de pensiones: El Capital Privado permite obtener mejores rentabilidades, protegiendo y mejorando el valor del ahorro de los pensionistas
- para la industria de seguros y fondos de pensiones: el Capital Privado representa una alternativa de inversión a largo plazo, con rentabilidades superiores a las de activos en los que tradicionalmente estas instituciones han invertido, como la renta fija.

El presente estudio ahonda en las causas raíces que implican una menor inversión en Capital Privado por parte de los inversores institucionales españoles, principalmente aseguradoras y fondos de pensiones, en comparación con otras economías desarrolladas, así como en la identificación de mejores prácticas, para finalmente articular una serie de recomendaciones prácticas por parte del sector de Capital Privado, de aseguradoras y fondos de pensiones, y del regulador.

# Índice

Desarrollo de la inversión en Capital Privado de las aseguradoras y fondos de pensiones españoles **6** >

Atractivo del Capital Privado **14** >

Casos de éxito de inversión en Capital Privado por inversores institucionales **27** >

Características particulares de España y factores con impacto futuro **50** >

Recomendaciones **63** >

> Pinchar sobre la flecha para navegar por los capítulos  
🏠 Pinchar sobre el icono de inicio para regresar al índice



# Resumen ejecutivo

## Capital Privado en aseguradoras y fondos de pensiones

- El Capital Privado en España tiene un desarrollo superior a la media europea; sin embargo, la inversión de aseguradoras y fondos de pensiones nacionales es significativamente menor
- Su desarrollo sería beneficioso para contar con una base inversora más rica y diversificada, junto a los inversores internacionales

## Atractivo del Capital Privado

- El Capital Privado es atractivo por sus rentabilidades históricas superiores a otros activos y por su perfil de riesgo diferencial
- España cuenta con un buen ecosistema de inversión, rentabilidades comparables a otros países y buena reputación con LPS<sup>1</sup>

## Casos de éxito de inversión en Capital Privado por inversores institucionales

- Globalmente, los fondos institucionales invierten cada vez más en Capital Privado, siendo un activo estratégico en sus carteras
- En España, hay casos de éxito de inversores de diferentes tipologías que obtienen retornos de doble dígito, lo que demuestra que invertir en Capital Privado es una estrategia de inversión válida y atractiva

## Características particulares de España y factores con impacto futuro

- Aseguradoras y fondos de pensiones han invertido menos en Capital Privado por factores específicos del país, por ejemplo:
  - renta fija: la alta rentabilidad de la renta fija española no ha generado la necesidad de recurrir a alternativos
  - modelo de pensiones: ha favorecido los planes de pensiones individuales, menos aptos para la inversión en Capital Privado, mientras que los planes de empleo o el sistema público, que son más idóneos, tienen una capitalización baja
  - seguros: solvencia II y el perfil conservador del sector en España no han favorecido el desarrollo de la inversión en el activo
- A futuro, hay factores que pueden favorecer la inversión en Capital Privado: tipos bajos, interés creciente de aseguradoras, reforma de pensiones (impacto incierto, pero probablemente solo favorable a medio-largo plazo) y evolución de Solvencia II

## Recomendaciones

- Capital Privado: dar mayor visibilidad a los atractivos retornos que se obtienen (rentabilidad, impacto social, sostenibilidad, gobierno corporativo, etc.), y reforzar el enfoque en el asesoramiento y adaptación del servicio a inversores
- Aseguradoras y fondos de pensiones: Seguir profundizando en el conocimiento del activo y trabajar con el regulador en adaptar una normativa más favorable
- Regulador: revisar la normativa de pensiones y de seguros para facilitar la inversión en Capital Privado



# Desarrollo de la inversión en Capital Privado de las aseguradoras y fondos de pensiones españoles



## **La inversión de aseguradoras y fondos de pensiones nacionales en Capital Privado es menor que la de otros países**

- Los niveles agregados de inversión de Capital Privado en España están por encima de la media europea
- Sin embargo, la inversión en Capital Privado de instituciones nacionales, especialmente aseguradoras y fondos de pensiones, es significativamente menor que la de otros países
- Adicionalmente a esta menor inversión, la mayor parte de la misma está diversificada geográficamente
- Como consecuencia, el ahorro nacional capturado por las aseguradoras y fondos de pensiones no se dirige de manera directa y significativa hacia inversiones en Capital Privado en España, a diferencia de otros países de nuestro entorno

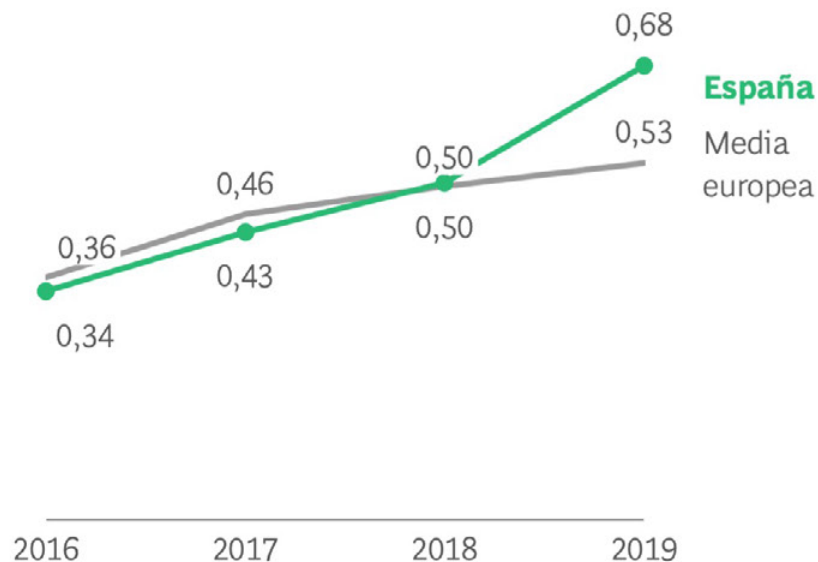




# Los niveles agregados de inversión de Capital Privado en España están por encima de la media europea

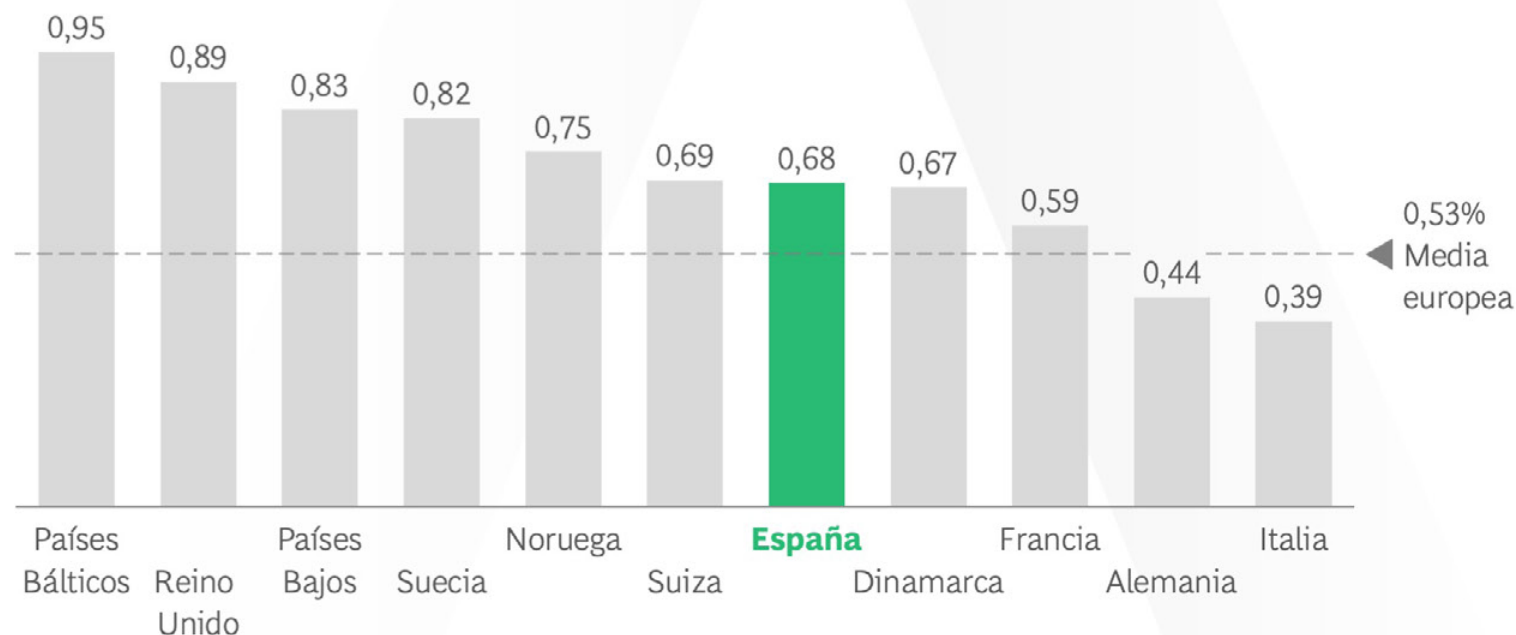
La media de la inversión del Capital Privado en empresas españolas sobre el PIB supera por 1ª vez la europea

Volumen de inversión del Capital Privado en empresas españolas / PIB (% PIB)



Aún existe potencial de mejora, comparado con los países más punteros como los Países Bálticos o el Reino Unido

Inversión en 2019 según la localización de la empresa participada / PIB (% PIB)



Nota: se excluye Luxemburgo (3,36% PIB) de la comparativa europea por la limitada comparabilidad al domiciliarse allí diferentes empresas que operan en otros países  
Fuente: Invest Europe



# El volumen de inversión de Capital Privado en España ha crecido a un ritmo sostenido (CAGR 38%), pero la captación anual de fondos se ha estabilizado

## El sector de Capital Privado ha alcanzado máximos en los volúmenes de inversión y de activos bajo gestión

Volumen anual de inversión de Capital Privado en empresas españolas (M€)



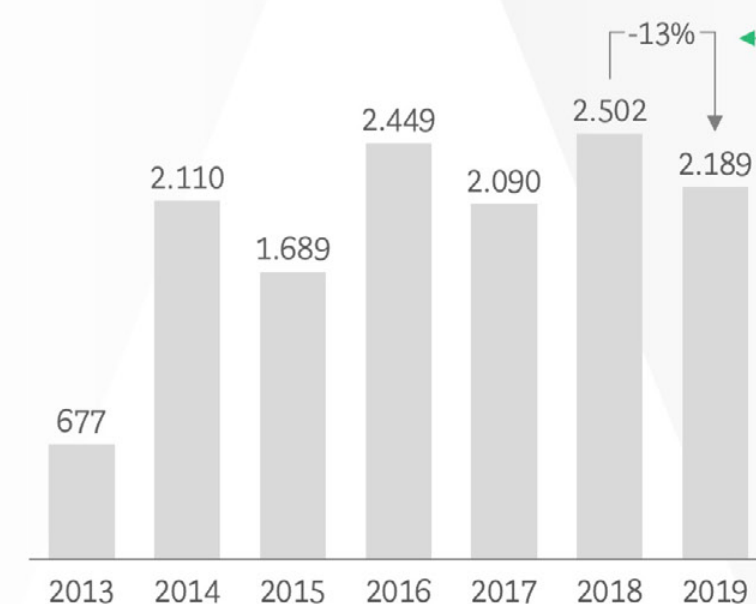
Volumen de activos bajo gestión<sup>1</sup> (M€)



1. Activos bajo gestión: AuM - Assets under Management  
Fuente: ASCRI; Invest Europe / EDC

## Se observa cierta madurez con la estabilización en la captación anual de nuevos fondos

Volumen anual de nuevos fondos captados por las entidades gestoras de Capital Privado de España (M€)

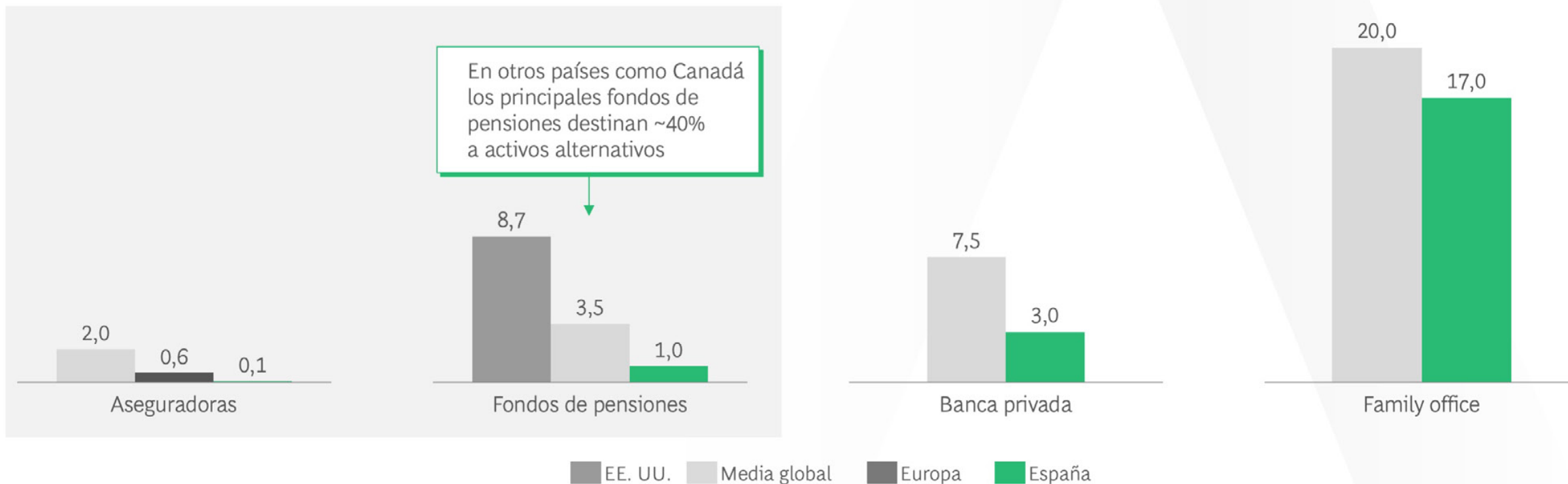


El gráfico no recoge los fondos levantados por firmas internacionales relevantes a nivel mundial a partir de capitales con origen en España. Los fondos internacionales invierten de forma diversificada geográficamente, revirtiendo una parte en la economía española



# La inversión en Capital Privado de instituciones nacionales, como aseguradoras y fondos de pensiones, es significativamente menor que la de otras geografías

Inversión media en Capital Privado en 2019<sup>1</sup> – Por categoría de inversor  
(% fondos disponibles para invertir)

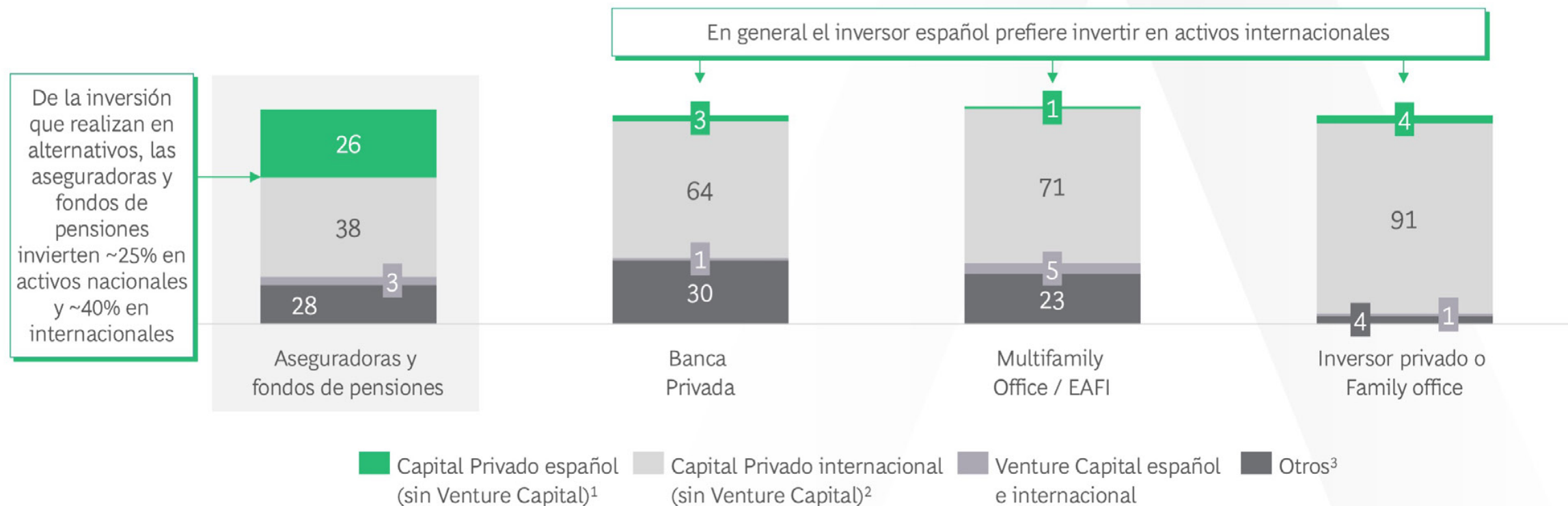


1. Datos de 2019 excepto para fondos de pensiones, banca privada y family office españoles, para los que se han utilizado datos de 2017 del informe de ASCRI "Actitud de los inversores españoles ante el Capital Privado"  
Fuente: Preqin Pro (datos globales); informe de ASCRI "Actitud de los inversores españoles ante el Capital Privado" (datos de España excepto para las aseguradoras); American Investment Council (datos EE. UU.); EIOPA (datos de aseguradoras europeas y españolas)



# La inversión en Capital Privado de aseguradoras, fondos de pensiones y otros inversores se realiza fundamentalmente fuera de España

Reparto de la cantidad invertida en alternativos – Por categoría de inversor  
(% invertido en cada tipo de fondos sobre el total invertido en activos alternativos)

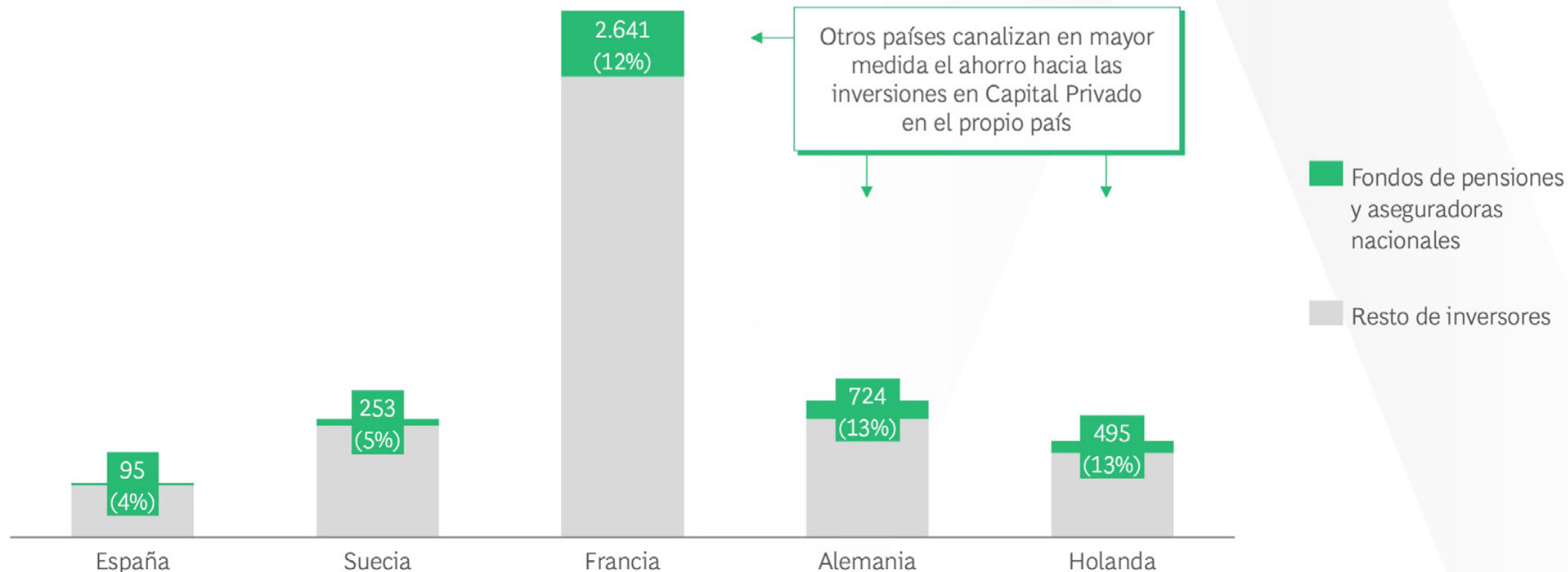


1. Inversión en gestoras de Capital Privado españolas (excluyendo Venture Capital) que canalizan principalmente sus inversiones en activos nacionales (~85%) 2. Inversión en gestoras de Capital Privado extranjeras (excluyendo Venture Capital) y fondos de fondos que principalmente invierten en empresas internacionales 3. Hedge funds, infraestructura, secundarios, fondos de deuda y otras inversiones  
Fuente: informe de ASCRI "Actitud de los inversores españoles ante el Capital Privado" (junio de 2017)



# Los fondos captados por gestoras locales provenientes de aseguradoras y fondos de pensiones son menores que los que captan gestoras en otros países del entorno

Nuevos fondos captados en 2019 por gestoras (General Partners) ubicadas en el país según el tipo de inversor (Limited Partner) (M€)

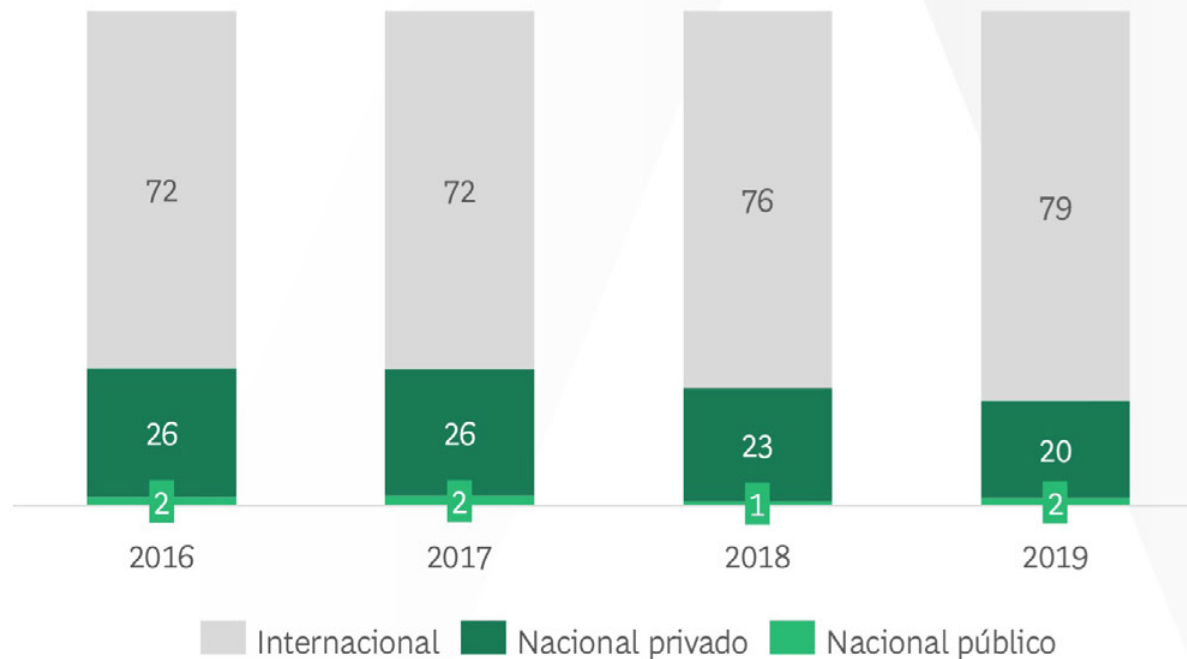




## Esto hace que la inversión en Capital Privado en España sea muy dependiente de la inversión de gestoras internacionales...

**~80% del volumen de las inversiones en Capital Privado en España las realizan gestoras internacionales**

Inversión en empresas ubicadas en España según la localización de la empresa gestora (General Partner)  
(% volumen de inversión total)



... la cual hay que mantener y fomentar, a la vez que se debería favorecer una mayor inversión del ahorro nacional, por ejemplo, proveniente de aseguradoras y fondos de pensiones, para tener una base inversora en Capital Privado más rica y diversificada



# Atractivo del Capital Privado



## El activo es atractivo por sus rentabilidades, perfil de riesgo y capacidad de generar crecimiento, y cuenta con un buen ecosistema en España

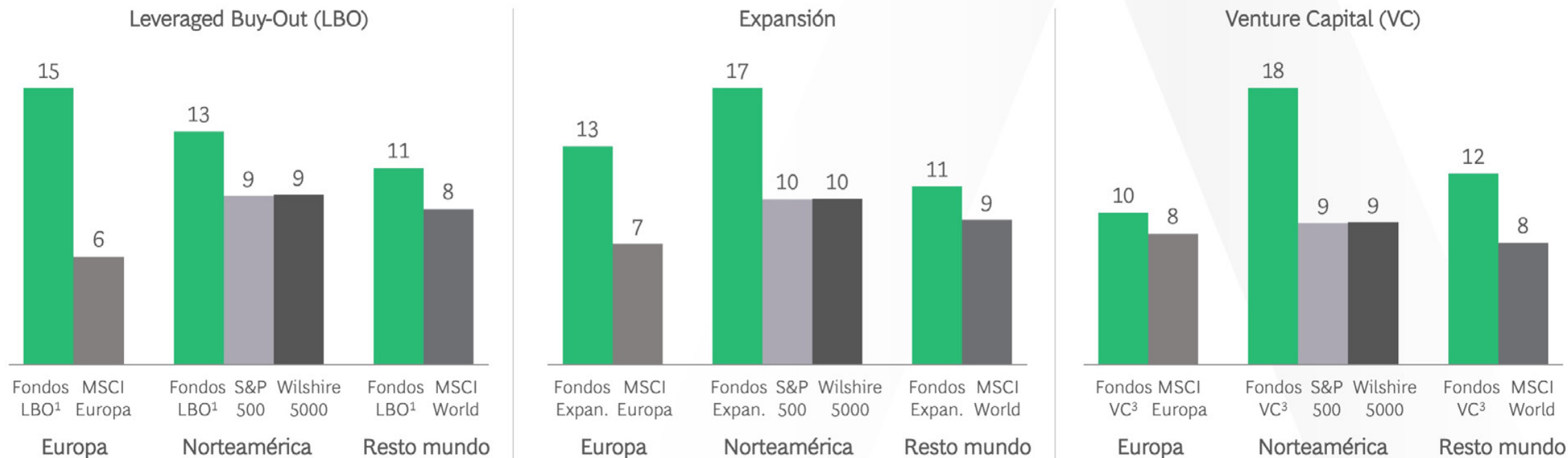
- > El Capital Privado es un activo atractivo por sus rentabilidades históricas superiores a las de otros activos y su perfil de riesgo diferencial, a pesar de su menor liquidez:
  - rentabilidad atractiva frente a otros activos:
    - el Capital Privado ha ofrecido de forma sostenida rentabilidades superiores en cualquier región y estrategia de inversión (Leveraged Buy-Out, Expansión, Venture Capital)
    - en Europa, ha demostrado rentabilidades históricas superiores a otros activos más tradicionales
  - perfil de riesgo diferencial por su descorrelación con el ciclo, menor volatilidad y alto potencial de diversificación:
    - el Capital Privado ofrece perfiles de riesgo muy atractivos para el inversor por su cierta descorrelación con el ciclo económico...
    - ... y menores niveles de volatilidad que otros activos, incluso en situaciones de crisis económica. Este hecho se debe a que el "mark to market" no está sujeto a las sobrerreacciones de los mercados cotizados, dado su carácter ilíquido, lo cual a su vez le confiere estabilidad, entre otros factores
    - además, las inversiones en Capital Privado admiten una muy alta diversificación del riesgo llegando hasta VaR<sup>1</sup> 0%
- > La inversión en Capital Privado es un generador de crecimiento económico y de desarrollo del tejido productivo, como así ha sucedido en España
- > El Capital Privado en España presenta un buen ecosistema de inversión:
  - la rentabilidad del Capital Privado en España es comparable a la de otros países del entorno, mostrándose como un activo competitivo, como señalan los inversores
  - la valoración de los inversores nacionales e internacionales sobre el potencial del Capital Privado en España es muy positiva
  - dentro del Capital Privado, el VC<sup>2</sup> está demostrando su capacidad para crear campeones sectoriales y un creciente número de compañías relevantes





# El Capital Privado ha ofrecido de manera sostenida rentabilidades atractivas en cualquier región y estrategia de inversión (LBO<sup>1</sup>, Expansión<sup>2</sup>, VC<sup>3</sup>)

Rentabilidad neta media de fondos de Capital Privado de añadas desde 1986 hasta 2019 vs. inversiones comparables en índices de activos cotizados (%)



Nota: detalle del cálculo de las rentabilidades en la nota metodológica de la siguiente página 1. LBO: Leveraged Buy-Out. Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada 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 2. Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. Los fondos pueden destinarse a la adquisición de activos fijos, al incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o al acceso a nuevos mercados 3. VC: Venture Capital. Aportación de capital a una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana. Normalmente, la inversión de Venture Capital se dirige a empresas tecnológicas o con un fuerte componente innovador

Fuente: Invest Europe (The Performance of European Private Equity, informe de 2019); ASCRI



# Detalle metodológico del cálculo de las rentabilidades

## Rentabilidades de los fondos de Capital Privado

- Los **datos** provienen de un estudio de **Invest Europe** sobre una muestra de 438 fondos Leveraged Buy-Out, 42 de Expansión y 161 de Venture Capital, de añadidas desde 1986 hasta 2019
- Los **datos recogidos** en esta nota metodológica se corresponden con el **total de la muestra**
- La **TIR** es la **tasa utilizada para medir la rentabilidad** de los fondos. Se calcula a partir de (i) la rentabilidad de los fondos liquidados (39,5% del total de fondos Leveraged Buy-Out, 19,0% de Expansión y 29,8% de Venture Capital), y de (ii) la estimación del retorno no realizado por parte de los gestores en los fondos activos. De forma general, las rentabilidades de los fondos liquidados son superiores a las de los fondos activos en las diferentes geografías y periodos analizados
- Los **fondos no liquidados** tienen una **madurez significativa** (ratio de valor distribuido entre el valor total del fondo), por lo que una parte sustancial de la rentabilidad de los fondos activos es realizada y no estimada. Madurez Leveraged Buy-Out: 75% Europa, 70% Norteamérica y 63% Resto del mundo. Madurez Expansión: 55% Europa, 58% Norteamérica y 43% Resto del mundo. Madurez Venture Capital: 56% Europa, 61% Norteamérica y 36% Resto del mundo
- Para cada **estrategia de inversión**, la TIR proporcionada es la **TIR media de los fondos** que siguen esa estrategia a cierre de 2019

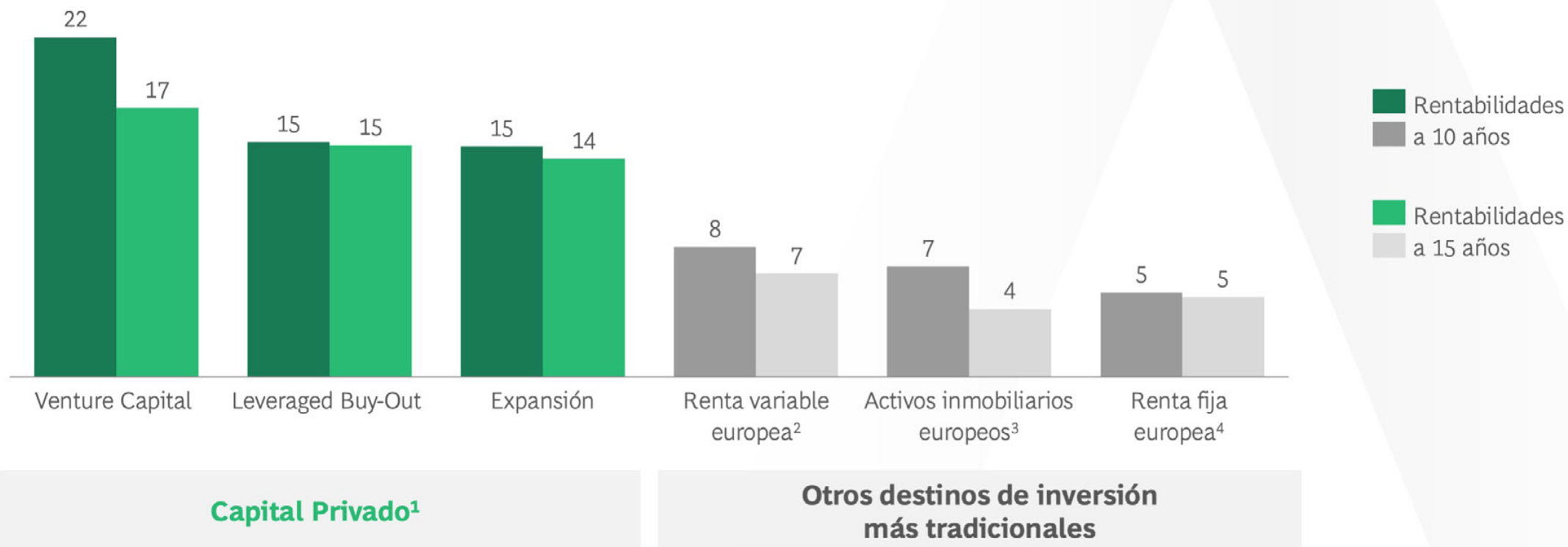
## Rentabilidades de los activos comparables por estrategia de inversión

- Calculadas por **Invest Europe** mediante la metodología PME – Public Market Equivalent –, orientada a poder hacer comparaciones en términos similares entre el Capital Privado y los índices cotizados
- Esta **metodología** compara las inversiones en índices MSCI, S&P 500 y Wilshire 5000 con las carteras de cada una de las estrategias de inversión, replicando los flujos de caja de cada fondo como si se hubieran invertido de la misma forma en esos índices
- El **detalle** de la metodología está disponible **en el informe** “Benchmarking Public and Private Markets with the Public Market Equivalent (PME)”



# En Europa, el Capital Privado ha demostrado rentabilidades históricas superiores a otros activos más tradicionales

Rentabilidades netas proporcionadas por diferentes destinos de inversión a 10 y 15 años (%)

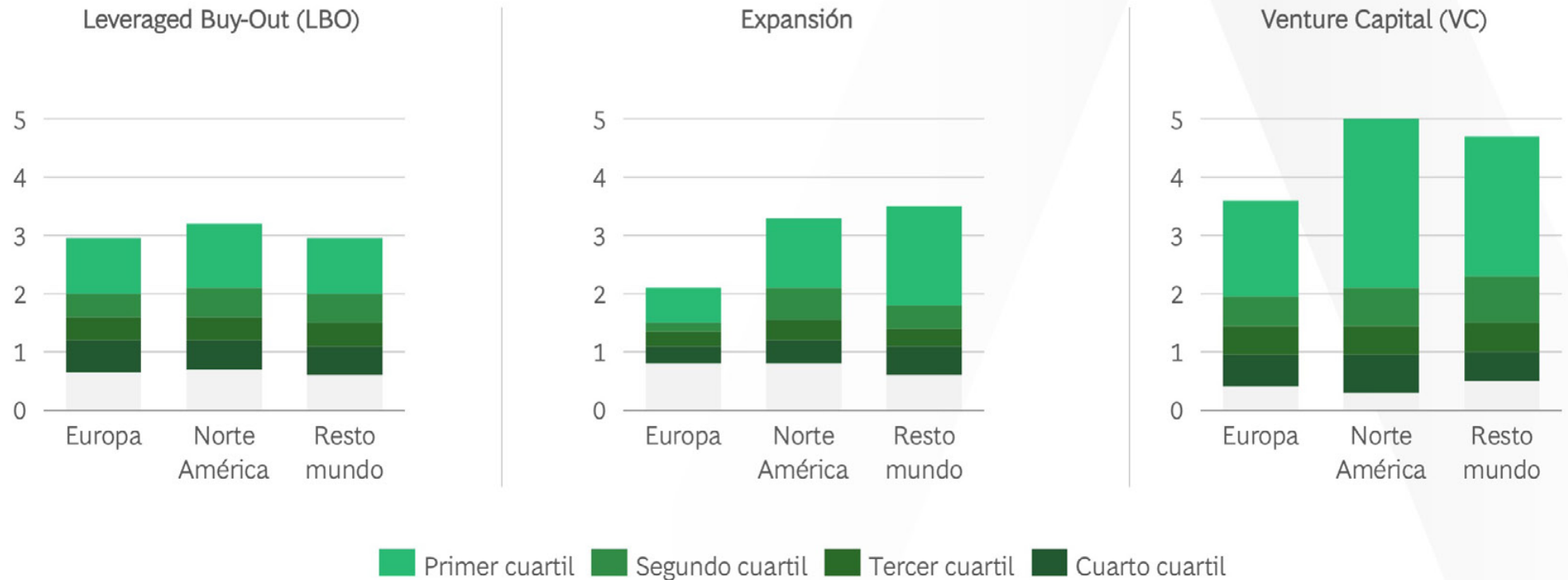


1. Rentabilidades netas proporcionadas por fondos de Capital Privado de añadas desde 2009 (10 años) o 2004 (15 años) hasta 2019, a cierre de 2019 2. MSCI Europe. Se calcula como (valor índice a cierre 2009 (10 años) o 2004 (15 años) / valor índice a cierre de 2019)<sup>1/10 (10 años) o 15 (15 años)</sup>-1. No se realiza el ajuste metodológico PME de Invest Europe explicado en la nota metodológica al compararse el índice de forma general frente a todas las estrategias de inversión 3. MSCI Real Estate Europa. Se calcula como (valor índice a cierre 2009 (10 años) o 2004 (15 años) / valor índice a cierre de 2019)<sup>1/10 (10 años) o 15 (15 años)</sup>-1 4. Bonos soberanos a 10 años de la UEM (Unión Económica y Monetaria). Se calcula como (valor índice a cierre 2009 (10 años) o 2004 (15 años) / valor índice a cierre de 2019)<sup>1/10 (10 años) o 15 (15 años)</sup>-1 Fuente: Invest Europe (The Performance of European Private Equity, informe de 2019); Refinitiv Datastream



# Por estrategia, las revalorizaciones (MOICs<sup>1</sup>) han sido similares en LBO<sup>2</sup> y Expansión, con valores máximos en el primer cuartil de VC<sup>3</sup>

Revalorizaciones distribuidas por cuartil (MOIC<sup>1</sup>)

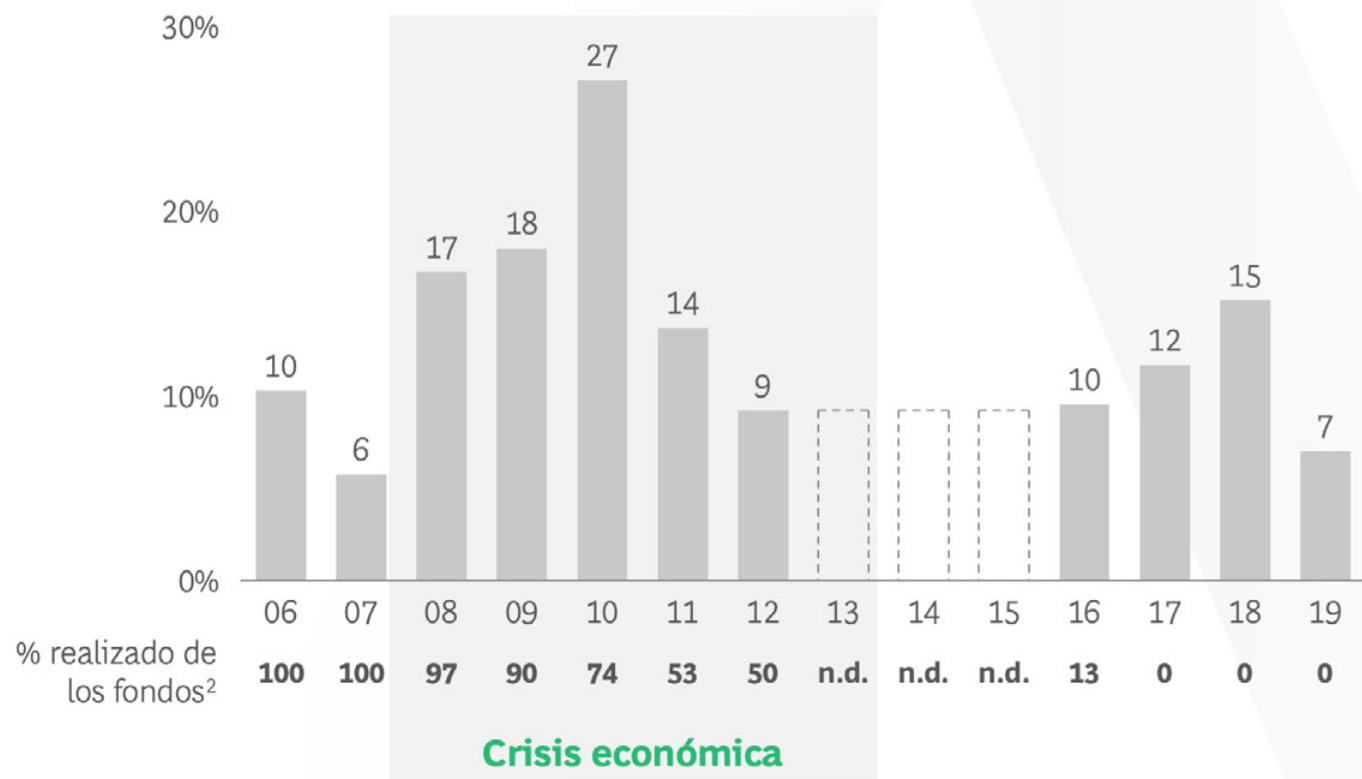


Nota: el cálculo del MOIC se ha realizado sobre todos los fondos de la muestra de 1986 a 2019, teniendo en cuenta el valor del fondo, de las distribuciones desde su constitución y el capital invertido en todos los periodos de la muestra hasta el cierre de 2019 1. MOIC: Multiple on Invested Capital 2. Leveraged Buy-Out 3. Venture Capital Fuente: Invest Europe (The Performance of European Private Equity, informe de 2019)



# El capital privado ofrece perfiles de riesgo muy atractivos para el inversor por su cierta descorrelación con el ciclo económico

TIR a cierre de 2019 de fondos de diferentes añadas de cartera de fondos de Capital Privado<sup>1</sup> (%)



Las inversiones en diferentes añadas de ciclos expansivos y recesivos han proporcionado en este caso de estudio rentabilidades atractivas de manera sostenida en el rango del ~6-27%, lo cual muestra niveles de descorrelación con el ciclo

Las rentabilidades más altas se corresponden con las añadas 2008-2010, es decir, con fondos prácticamente liquidados en su totalidad, por lo que las rentabilidades son realizadas

1. Rentabilidades obtenidas en las inversiones desarrolladas por cartera de fondos (sin datos en 2013-15)

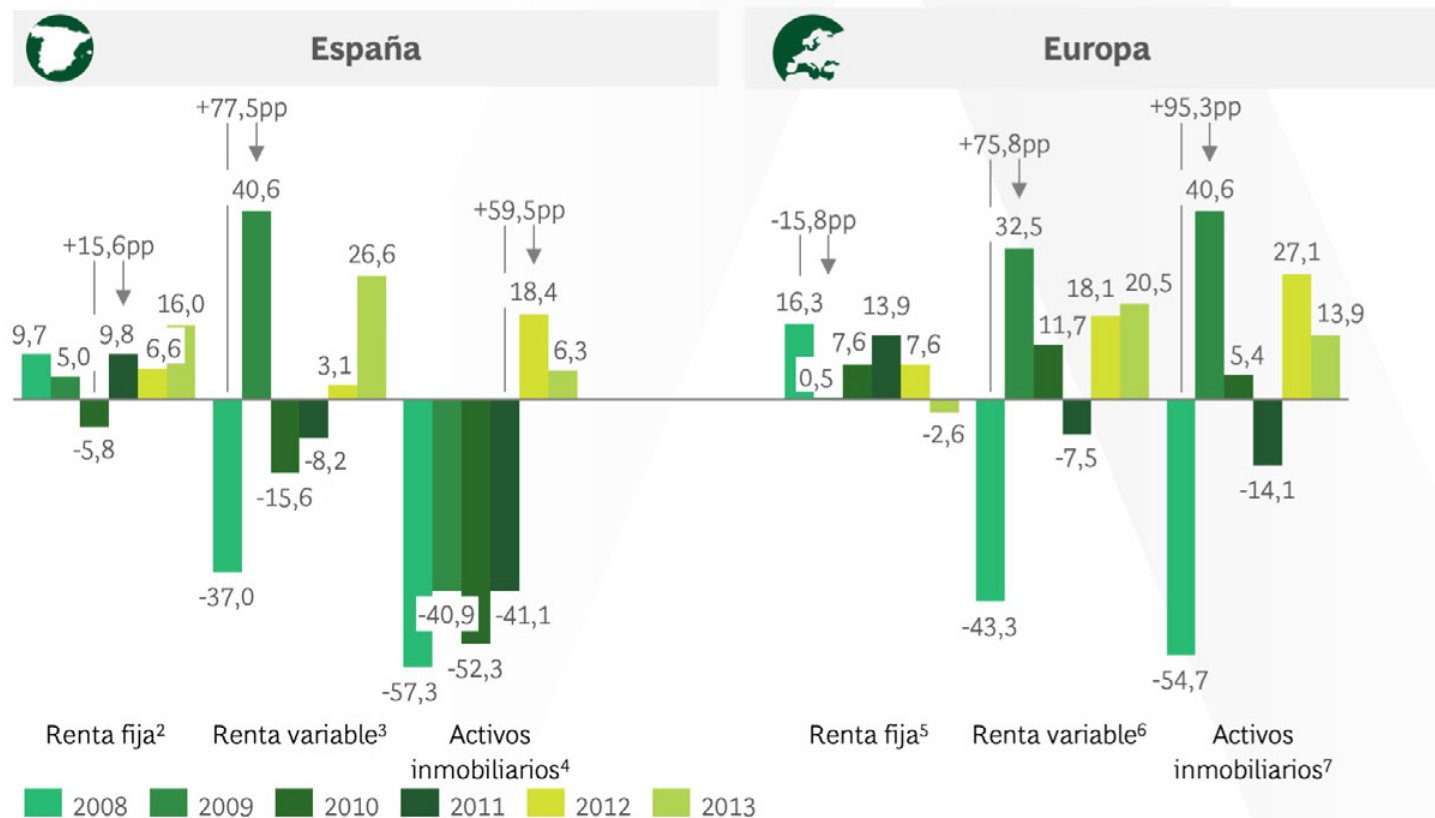
2. Calculado como media simple del nivel de liquidación de los fondos de cada añada

Fuente: análisis BCG



# El Capital Privado es menos volátil que otros activos, incluso durante crisis económicas, evitando las sobrerreacciones de los mercados cotizados

Evolución de la rentabilidad anual por tipo de activo<sup>1</sup>, 2008-13 (%)



La menor volatilidad del Capital Privado se debe a que el "mark to market" no está sujeto a las sobrerreacciones de los mercados cotizados, dado su carácter Ilíquido, lo cual a su vez le confiere estabilidad, entre otros factores, como el "alfa" de las inversiones o la inversión en segmentos de la economía no capturados en los mercados cotizados

Las oscilaciones de rentabilidad en años consecutivos de renta fija, variable y activos inmobiliarios en España y Europa en años de crisis son muy significativas:

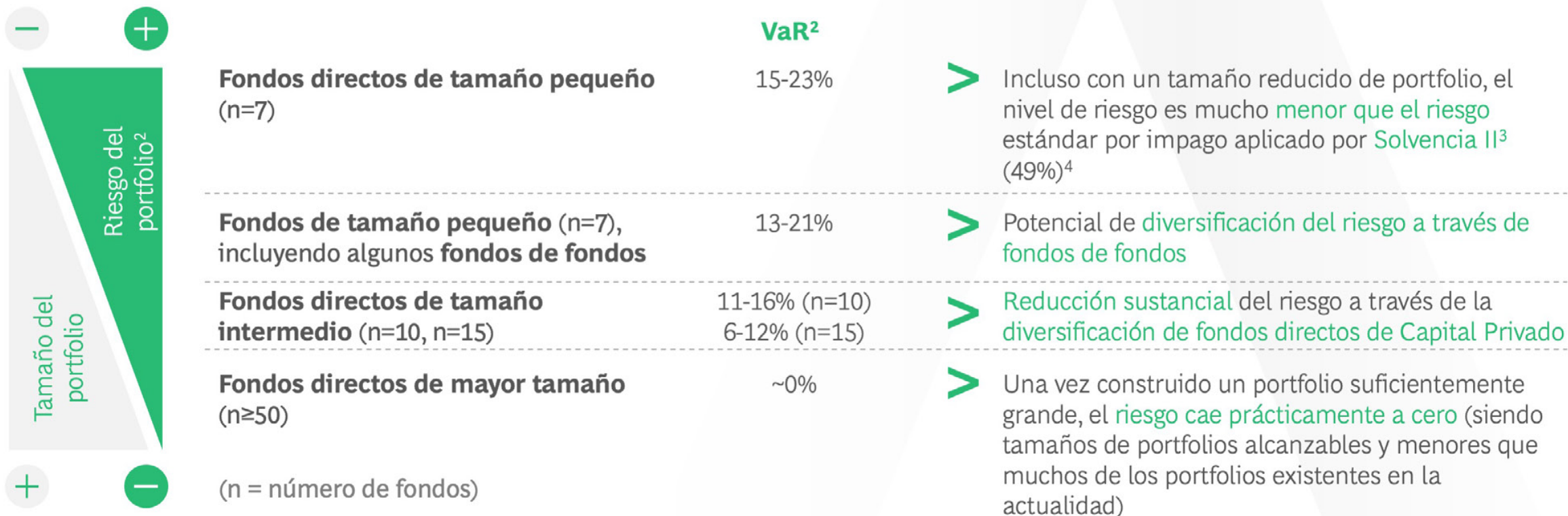
- En España ~16-78 pp.
- En Europa ~16-95 pp.

1. Considera la rentabilidad anual (año n/año n-1, a cierre de año) 2. Bono del Estado español a 10 años (IBOXX Total Return) 3. MSCI España 4. MSCI real estate España 5. Bonos soberanos a 10 años de la UEM (Unión Económica y Monetaria) 6. MSCI Europe 7. MSCI Real Estate Europa  
Fuente: investing; Refinitiv Datastream; análisis BCG



# Las inversiones en Capital Privado admiten una alta diversificación del riesgo llegando hasta VaR<sup>2</sup> 0%

Simulación ilustrativa de la diversificación del riesgo realizada por Europe Economics<sup>1</sup>



1. Simulación de Monte Carlo, basada en 50,000 portfoliø aleatorios de Capital Privado 2. VaR (valor en riesgo) mide el riesgo financiero indicando la probabilidad de sufrir una pérdida. Basado en "Capital Risk" (riesgo de pérdida del capital invertido – calcula el riesgo de que en algún punto el valor generado por el fondo sea inferior al valor pagado por el inversor en dicho fondo) y "Realization Risk" (riesgo de pérdida del valor liquidativo interno actual, al mantener el fondo hasta el final de su vida – calcula el riesgo de que en los años próximos el valor del fondo sea inferior al valor actual) 3. Régimen normativo de las aseguradoras de la UE que establece, entre otros aspectos, las obligaciones de solvencia basada en el riesgo económico 4. Se indica el nivel de riesgo de mercado estándar (49%). No obstante, la normativa prevé ciertos ajustes asimétricos mensuales y excepciones en situaciones específicas

Fuente: Europe Economics

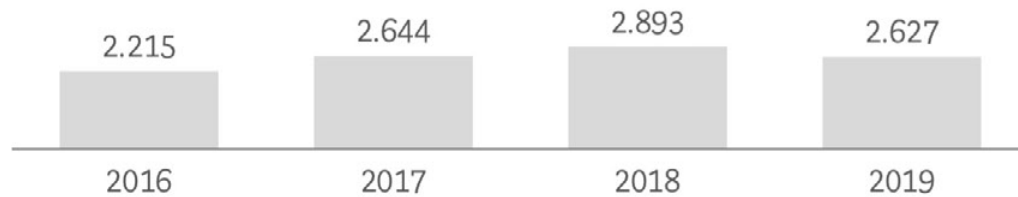


# La inversión en Capital Privado es un generador de crecimiento económico y desarrollo del tejido productivo, como así ha sucedido en España

**El sector ha beneficiado a más de 2.000 empresas españolas, favoreciendo la creación de más de 440.000 empleos**

**Se ha demostrado que los resultados obtenidos por las empresas participadas por Capital Privado son mejores que los de sus comparables<sup>1</sup>**

Número de empresas españolas participadas



Numero de trabajadores de las empresas participadas (miles)



**Resultados incrementales** obtenidos por empresas participadas por Capital Privado vs. empresas similares sin participación de Capital Privado



1. De acuerdo con el informe de ASCRI "Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de middle market en España", donde se comparan los resultados obtenidos por 186 empresas apoyadas por Capital Privado y 186 empresas que componen el grupo de control, con similares características  
Fuente: ASCRI; informe de ASCRI "Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de middle market en España"





# La rentabilidad del Capital Privado en España es comparable a la de otros países del entorno, mostrándose como un activo competitivo, como señalan los inversores

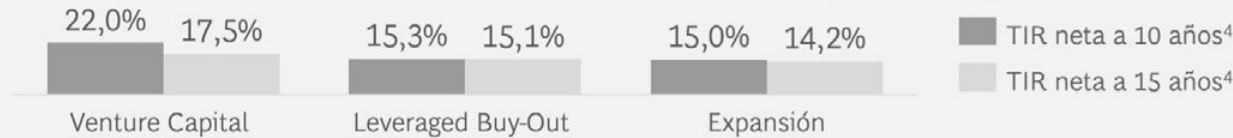
Los niveles de rentabilidad obtenidos en diferentes muestras de España están en línea con los observados en otros países del entorno en diferentes estudios: TIR de doble dígito en torno al 15%



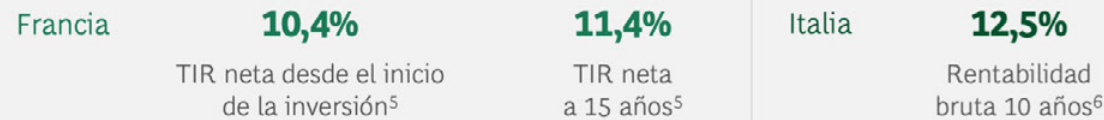
## Rentabilidad en España: rentabilidad de diferentes inversores y estudios



## Rentabilidad en Europa: rentabilidad de Invest Europe según estrategias de inversión



## Rentabilidad en Francia e Italia: rentabilidad de asociaciones nacionales



**Las diferentes metodologías de cálculo no permiten una comparabilidad directa, pero se observan valores de TIR similares del ~10-15%**

Los inversores han destacado la competitividad del activo en España, no siendo un factor que desincentive la inversión

“ El sector en España proporciona rentabilidades tan buenas o superiores a las de otros países del entorno. Si sigue captando el interés internacional, la competencia por los activos podría hacer decrecer los retornos marginales, pero aún vemos potencial para seguir invirtiendo en España con rentabilidades atractivas”

LP<sup>7</sup> internacional

“ España nos gusta para invertir, e incluso nos gusta más que otros países del sur de Europa. En España hay gestoras y oportunidades de obtener rentabilidades muy buenas. En nuestro caso diversificamos mucho geográficamente por una cuestión de política de inversión, en ningún caso porque España no ofrezca unas posibilidades muy buenas”

LP<sup>7</sup> nacional

1. TIR realizada obtenida por Fond-ICO Global en los 5 fondos de Capital Privado desinvertidos 2. Media simple de rentabilidades netas obtenidas en diferentes añadas desde 2006 3. TIR estimada de los fondos de Capital Expansión y Venture Capital en cartera a 31/12/2019 4. Rentabilidades netas proporcionadas por fondos de Capital Privado de añadas desde 2009 (10 años) o 2004 (15 años) hasta 2019, a cierre de 2019 5. Rentabilidad de 2019 reportada por France Invest 6. Rentabilidad media de las inversiones en los últimos 10 años. Estudio realizado por la asociación italiana AIFI 7. Limited Partner Fuente: Invest Europe; France Invest; AIFI; entrevistas con miembros de ASCRI; análisis BCG



# La valoración de los Limited Partners (LP) nacionales e internacionales sobre el Capital Privado en España es muy positiva

## El mercado de Capital Privado en España se ha desarrollado, ofreciendo rentabilidades y sectores atractivos, y un sector público muy dinamizador

- Elevado desarrollo en los últimos años
- Rol favorecedor del Instituto de Crédito Oficial (ICO)
- Buenos retornos y oportunidades de inversión con sectores atractivos
- Mix sectorial o tejido industrial muy “mid-market” como elementos menos favorecedores
- Interés internacional

“ El mercado español ha tenido un desarrollo muy bueno en los últimos años. El entorno para invertir en España es positivo en general. Por ejemplo, el rol del ICO a través de Fond-ICO es una gran ayuda”

LP<sup>1</sup> internacional

“ Es cierto que una parte relevante del ahorro se invierte fuera de España, pero es más por el tipo de inversor institucional español en Capital Privado que porque no sea atractiva la inversión en España, todo lo contrario. Los Family Offices priorizan la inversión diversificada en su estrategia, pero incluyen España en sus carteras. Otros LPs<sup>1</sup> tipo aseguradoras invertirían una mayor proporción en España”

LP<sup>1</sup> nacional

“ Hay factores que podrían suponer un cierto freno, como la composición sectorial en España, especialmente afectada en crisis como la actual, o el tipo de tejido industrial muy “mid-market”. Sin embargo, es un hecho que el mercado español despierta un interés inversor creciente a nivel internacional”

LP<sup>1</sup> nacional

## En España invierten gestoras muy profesionalizadas

- Buen nivel de gestoras nacionales e internacionales para poder invertir en España

“ Hay buenas gestoras para invertir en el mercado español, tanto nacionales como internacionales, con experiencia de inversión en España”

LP<sup>1</sup> nacional

“ Para invertir fuera de España hay buenos proveedores nacionales de fondos de fondos, además de las gestoras internacionales. Los GPs<sup>2</sup> españoles de momento no canalizan mucha inversión a nivel internacional. Salvo por este aspecto, no veo grandes diferencias en la calidad de gestión de las gestoras nacionales e internacionales, hay muy buenas gestoras de los dos tipos”

LP<sup>1</sup> nacional

## La Asociación ofrece un buen entorno y favorece el desarrollo del sector

- Buen entorno asociativo, cada vez más desarrollado y comparable a países más avanzados
- Informes periódicos de rentabilidad como único punto para alcanzar las mejores prácticas

“ La asociación está realizando un buen trabajo poniendo en valor el impacto de la inversión en Capital Privado en la mejora de la gobernanza de las compañías, en el impacto en sostenibilidad, innovación y desarrollo del tejido económico”

LP<sup>1</sup> internacional

“ La asociación cada vez engloba a más actores del panorama de la inversión en Capital Privado en España y es muy activa en la relación con stakeholders como el regulador”

LP<sup>1</sup> nacional

“ Desde un punto de vista asociativo, no veo gaps respecto a otros países con un sector desarrollado de Capital Privado”

LP<sup>1</sup> internacional

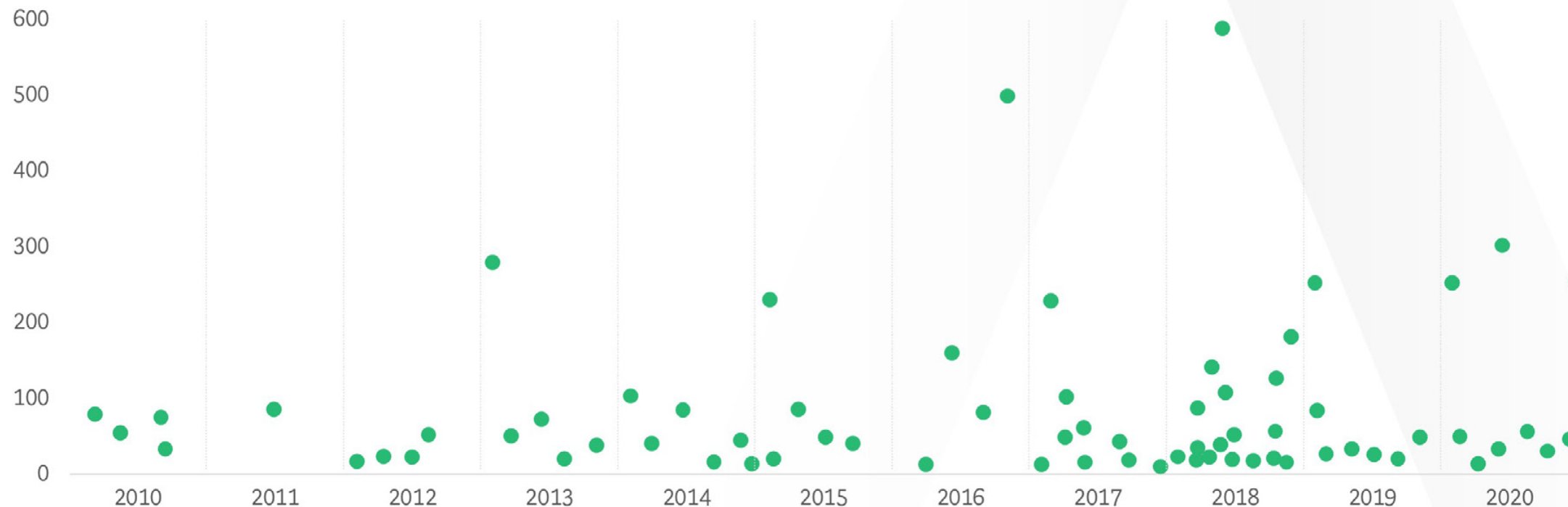
“ El único punto que podría desarrollarse son los informes de rentabilidad agregada que se generan en alguna otra asociación”

25  
LP<sup>1</sup> nacional



# Dentro del Capital Privado, el VC<sup>1</sup> está demostrando su capacidad para generar retornos significativos y un creciente número de compañías relevantes

Valor obtenido en la desinversión de empresas relevantes de Venture Capital (M€)



Compañías relevantes (>500 M€)	
GRUPO MASMOVIL	2.900 M€ (2020)
idealista.com	1.300 M€ (2020)
eDreams	1.000 M€ (2014)

1. VC: Venture Capital  
Fuente: ASCRI; Jaime Novoa; Dealflow; El Referente



# Casos de éxito de inversión en Capital Privado por inversores institucionales





## **Ejemplos de casos de éxito internacionales**

**Ejemplos de casos  
de éxito nacionales**



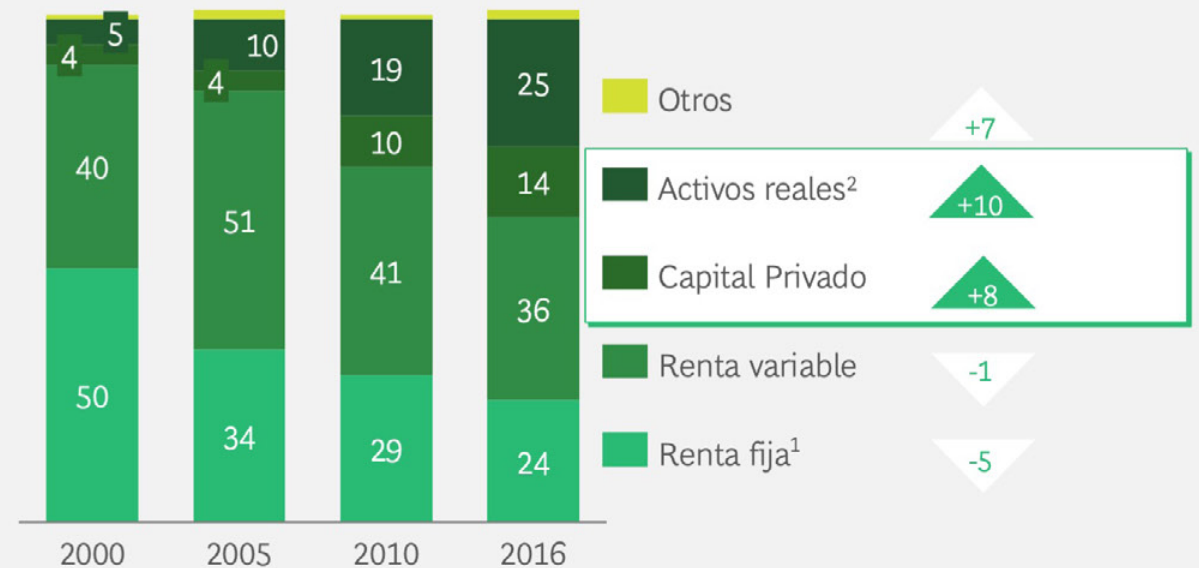
# A nivel global, los fondos institucionales han invertido significativamente en alternativos, incluyendo Capital Privado, desde el año 2000

- Los activos de **renta fija** y de **renta variable** suponían aproximadamente el **90% de activos bajo gestión** de los principales fondos de pensiones y soberanos en el año **2000**
- Sin embargo, los **rendimientos de la renta fija comenzaron a disminuir** y los de la **renta variable se volvieron cada vez más volátiles**
- **Las inversiones alternativas mostraban buenos rendimientos**, principalmente Capital Privado, real estate e infraestructuras
- **La crisis de 2008 aceleró el cambio hacia este tipo de inversiones** en alternativos, ya que muchas inversiones puramente financieras se paralizaron
- Entre el año **2000 y el 2016 su peso se multiplicó por más de tres**
- Esto dio lugar a **casos de éxito en diferentes geografías** con diferentes modelos económicos nacionales

## Estudio BCG sobre la evolución de las inversiones de los grandes fondos de pensiones y soberanos entre 2000 y 2016

Total de activos bajo gestión (%)

CAGR de peso de AuM<sup>3</sup> (%)





# Son muchas las aseguradoras y fondos de pensiones que han obtenido rentabilidades atractivas y apuestan por la creciente inversión en el activo

## Tendencias observadas en los casos analizados

- Rentabilidades de doble dígito en Capital Privado
- Incrementos crecientes de la asignación de alternativos y Capital Privado
- Consideración del activo como una inversión estratégica, no coyuntural u opcional
- Creciente involucración en la gestión del activo con gran desarrollo de capacidades internas:
  - evolución de la estrategia de inversión desde inversiones a través de fondos con asesores externos hacia coinversiones e incluso inversiones directas

## Casos de éxito internacionales analizados

Selección de diferentes geografías y tipos de compañías



**Fondos de pensiones canadienses**

Fondos de pensiones públicos y privados canadienses



**California Public Employees' Retirement System**

Fondo de pensiones público estadounidense



**Minnesota State Board of Investment**

Fondo de pensiones público estadounidense



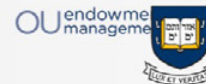
**Sixth Swedish National Pension Fund**

Fondo de pensiones público sueco



**CNP Assurances**

Aseguradora francesa



**Endowments internacionales**

Endowments de instituciones académicas, con foco en Oxford y Yale



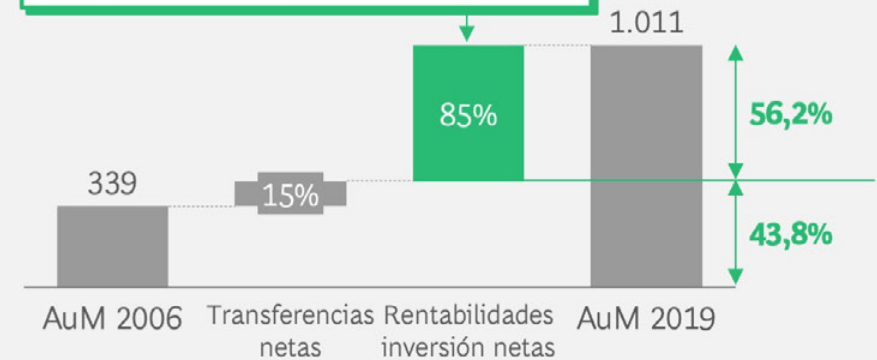
# Los fondos de pensiones canadienses invierten un ~15% en Capital Privado y al menos un 56%<sup>1</sup> de su patrimonio total proviene de los retornos ya obtenidos

	Ranking fondos de pensiones <sup>2</sup>	Track record <sup>3</sup>	Activos bajo gestión (AuM) (M USD)	Inversión en Capital Privado (M USD)	Asignación a Capital Privado (%)	Asignación a activos alternativos <sup>4</sup> (%)
CPP INVESTMENT BOARD	1	2001	295.475	62.079	21	48
Caisse de dépôt et placement du Québec	2	1984	256.374	38.661	15	19
ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN	3	1991	156.347	29.034	19	53
BCI	4	1995	153.400	15.954	10	21
PSP Investments	5	2004	126.528	17.916	14	51
AIMCo	6	N.D.	118.762	3.799	3	27
HOOPP Healthcare of Ontario Pension Plan	7	N.D.	94.102	5.637	6	14
OMERS	8	2001	82.451	11.494	14	64
<b>Total Top 8</b>			<b>1.283.438</b>	<b>184.573</b>	<b>15%</b>	<b>39%</b>

**~85% del crecimiento en 2006-2019 de los activos bajo gestión de los 6 principales fondos<sup>5</sup> provino de la rentabilidad obtenida por las inversiones**

Incremento estimado de los activos netos bajo gestión (AuM) desde 2006 (mM USD)<sup>5</sup>

Los fondos analizados han obtenido ~570 mM USD por los retornos de sus inversiones



Los principales fondos de pensiones apuestan por la inversión en activos alternativos incrementando su peso en la cartera (~40% de inversiones en 2019 vs. ~30% en 2014)

1. Tomando como referencia el patrimonio en 2006, que ya tenía parte de aportaciones y de retornos obtenidos con anterioridad 2. Ranking de fondo de pensiones canadienses según activos bajo gestión (Assets under Management – AuM) 3. Fecha de la primera inversión relevante conocida en el mercado o indicada por la compañía 4. Incluye inversiones en Capital Privado, infraestructuras y hedge funds 5. Cálculo sobre CPP, CDPQ, Ontario Teachers, HOOPP, PSP y OMERS, al ser los únicos con información disponible para todo el periodo de tiempo analizado Fuente: Preqin (% de asignación); memorias anuales de las compañías (AuM, track record, transferencias y rentabilidades); análisis BCG





# CalPERS, uno de los fondos de pensiones público más grande de EE. UU., destina ~27 mM USD (el 8% de su inversión) a Capital Privado

## California Public Employees' Retirement System (CalPERS)

### Tipo de institución

Fondo de pensiones público



### Tipo de patrimonio gestionado

CalPERS ofrece sus servicios a todos los trabajadores del servicio público de California

Los principales productos ofrecidos son fondos de pensiones y seguros de salud, aunque también ofrece seguros de vida o incapacidad

### Otros datos relevantes

Fundado en 1932

Es el quinto fondo de pensiones público más grande de EE. UU.:

- 2 millones de miembros en su sistema de pensiones
- 1,5 millones de miembros en su programa de cobertura de salud

## La estrategia de inversión de CalPERS se centra en la creación de valor a largo plazo, la reducción de la volatilidad y el impulso a la comunidad local

### Según su estrategia de inversión, CalPERS:

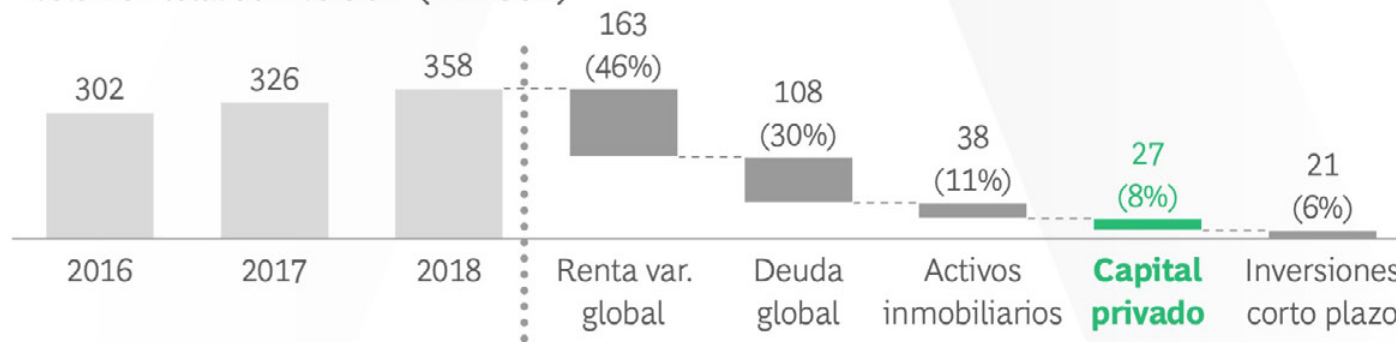
- se fija objetivos de rentabilidad-riesgo que garanticen la obtención de retornos a largo plazo
- no puede superar el umbral de volatilidad del 8% anual en toda la cartera

### CalPERS tiene un compromiso de inversión en la comunidad:

- tiene un objetivo de inversión en las infraestructuras y el sistema sanitario de la comunidad, para estimular de manera directa la economía de sus asegurados
- está comprometido con aumentar el porcentaje de sus inversiones ligadas a iniciativas de inversión socialmente responsable

## CalPERS destina ~27 mM USD a Capital Privado

Volumen total de inversión<sup>1</sup> (mM USD)



1. Fair value

Fuente: informes financieros anuales integrales de CalPERS de 2016, 2017, 2018; página web de CalPERS



# CalPERS ha apostado por la inversión en Capital Privado desde 1990, obteniendo rentabilidades atractivas

**CalPERS invierte desde 1990 en Capital Privado, con un claro compromiso de seguir haciéndolo**

## Track record

1990: fecha de la primera inversión

## Modelo de inversión

A través de fondos de fondos, gestoras y con (co)inversión directa

## Estrategias de inversión en Capital Privado

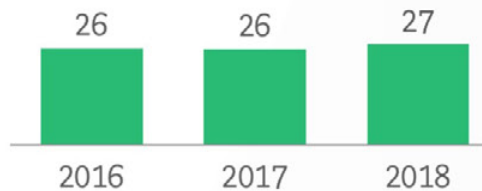
Leveraged Buy-Out, crecimiento y expansión, Venture Capital y situaciones especiales

## Estrategia futura de inversión

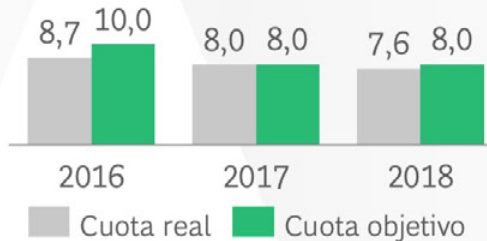
“ El Capital Privado es nuestro **activo más rentable** y queremos **seguir aumentando nuestra actividad en él**. Para ello estamos **desarrollando nuevas herramientas y modelos internos** que nos permitan mejorar nuestras decisiones de inversión”

**Volumen de inversión: ~8% de sus inversiones (~27 mM USD) se destinan al sector de Capital Privado, resultando en una cartera de ~270 fondos**

Volumen de inversión de Capital Privado (mM USD)



% volumen total invertido<sup>1</sup>



**270**  
Fondos participados

**Rentabilidades: el activo tiene rentabilidades atractivas**

**10,4%**

TIR neta<sup>2</sup>

**x1,4**

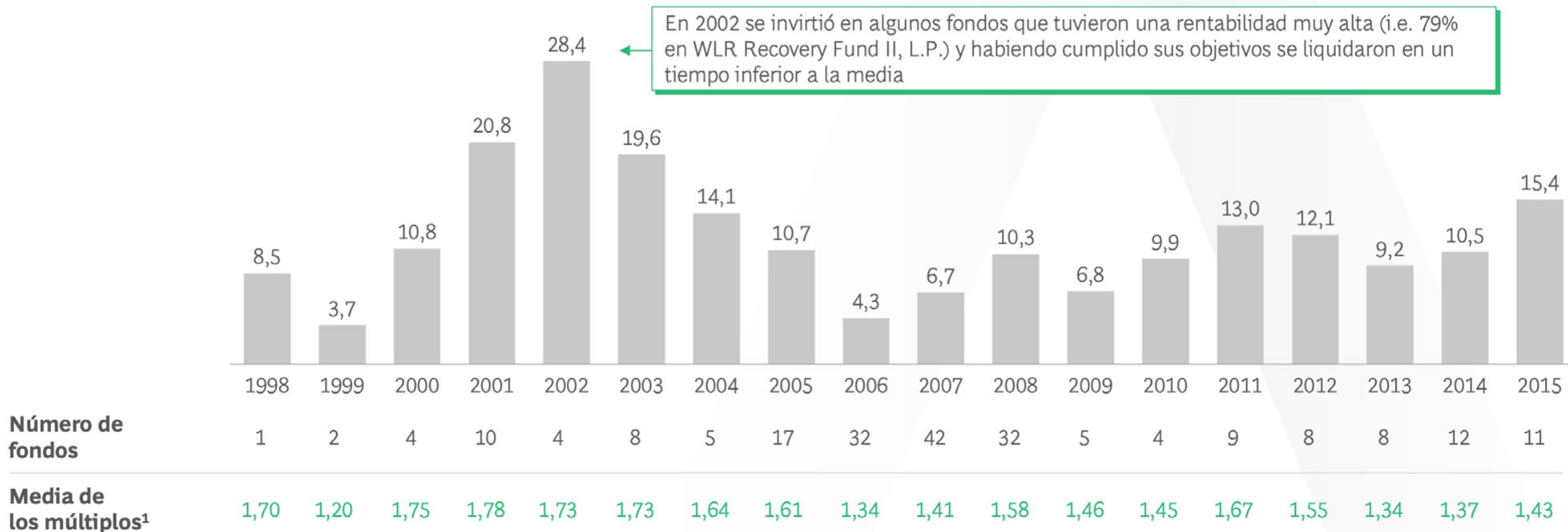
Múltiplo neto<sup>2</sup>

1. Fair value 2. Rentabilidades medias del total de la cartera desde su creación  
Fuente: informes financieros anuales integrales de CalPERS de 2016, 2017, 2018; página web de CalPERS



# CalPERS ha obtenido rentabilidades medias positivas en todas las añadas, destacando las de 2001-2004

TIR neta media de las inversiones en Capital Privado según añada<sup>1</sup> (%)



1. Media aritmética de las rentabilidades (TIR y MOIC) de los diferentes fondos que constituyen cada añada  
Fuente: página web de CalPERS (<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/asset-classes/private-equity/pep-fund-performance>)



# Minnesota SBI destina ~23 mM USD (el 8-10% de su inversión) a Capital Privado con el fin de alcanzar rentabilidades atractivas a largo plazo

## Minnesota State Board of Investment



### Tipo de institución

Fondo de pensiones público

### Tipo de patrimonio gestionado

Minnesota SBI invierte los activos de los fondos utilizados para los planes de beneficios de los empleados activos y retirados del Estado de Minnesota (fondos de pensiones, fondos fiduciarios y cuentas bancarias), que son gestionados por empresas externas

### Otros datos relevantes

Más de 20 años invirtiendo en Capital Privado (en el año 2000<sup>1</sup> ya dedicaba un 4%)

## La estrategia de inversión de Minnesota SBI se centra en la creación de valor a largo plazo y la reducción de la volatilidad

### Según su estrategia de inversión Minnesota SBI:

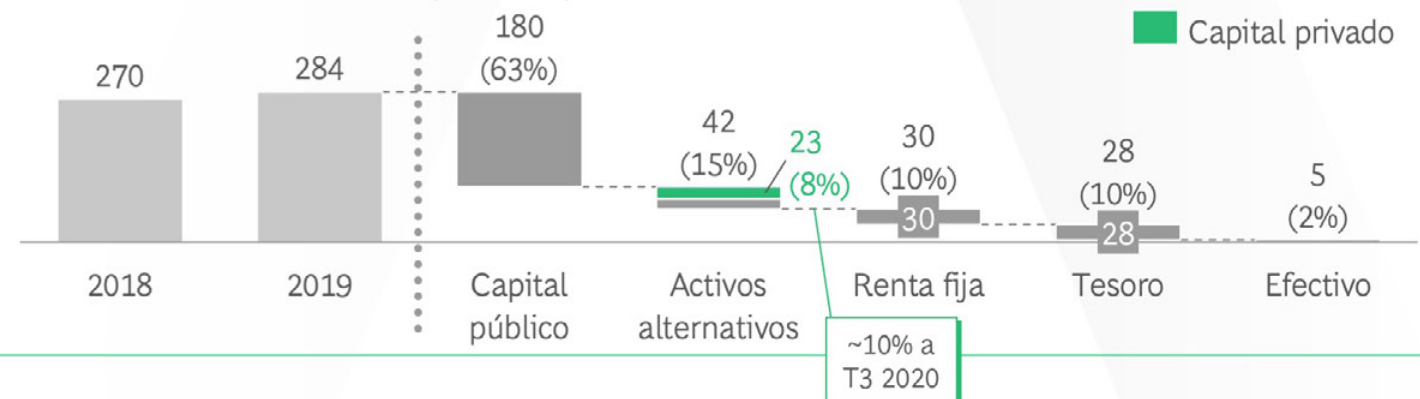
- decide la adjudicación en base a las rentabilidades a largo plazo y el riesgo del portfolio, considerando la diversificación para mejorar las rentabilidades ajustadas al riesgo
- puede sacrificar cierta liquidez a corto plazo para perseguir mayor rentabilidad a largo plazo, pero la posibilidad de pagar beneficios año a año es un elemento clave del riesgo a considerar

### Compromisos de inversión en los cuales basa la gestión de los activos (aplicables desde 2017):

- inversión a largo plazo. La misión principal es mantener la viabilidad del sistema de jubilación
- compromiso con iniciativas de inversión socialmente responsable

## Minnesota SBI destina ~23 mM USD a Capital Privado

Volumen total de inversión<sup>2</sup> (mM USD)



1. Primer año con informes accesibles 2. Market Value

Fuente: informes integrales de resultados trimestrales de Minnesota SBI de 2018 (T1-T4), 2019 (T1-T4) y 2020 (T1-T3); página web de Minnesota SBI



# Minnesota SBI aumenta el nivel de inversión en Capital Privado cada año, mejorando así la rentabilidad global de su cartera

## Track record

Finales del siglo XX: fecha de la primera inversión

## Modelo de inversión

Inversión en ~140 fondos distribuidos en ~50 firmas de Capital Privado (T4 2019), en diversos sectores y geografías

## Estrategias de inversión en Capital Privado

Leveraged Buy-Out, crecimiento, Venture Capital y otras situaciones especiales

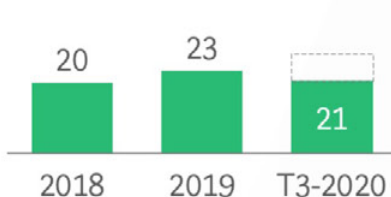
## Estrategia futura de inversión

“ El Board reconoce que la asignación de Capital Privado podrá producir un portfolio más volátil a corto plazo que una política conservadora centrada en renta fija, pero las rentabilidades a largo plazo de esta política han compensado en el pasado y se espera que compensen en el futuro la volatilidad adicional”

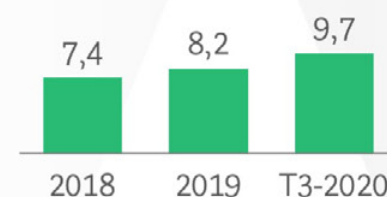
“ Los objetivos del portfolio de Capital Privado son alcanzar rentabilidades atractivas y aportar una diversificación a la cartera”

**Volumen de inversión: 8-10% de sus inversiones (~23 mM USD) se destinan al sector de Capital Privado, construyendo una cartera de ~140 fondos**

Volumen de inversión de Capital Privado (mM USD)

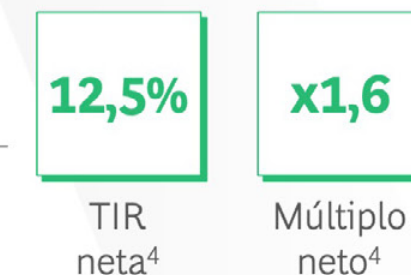


% volumen total invertido<sup>1</sup>



**Rentabilidades: es el activo que muestra mejores rentabilidades en todos los horizontes temporales**

Rentabilidades obtenidas en diferentes activos de la cartera<sup>3</sup> (%)

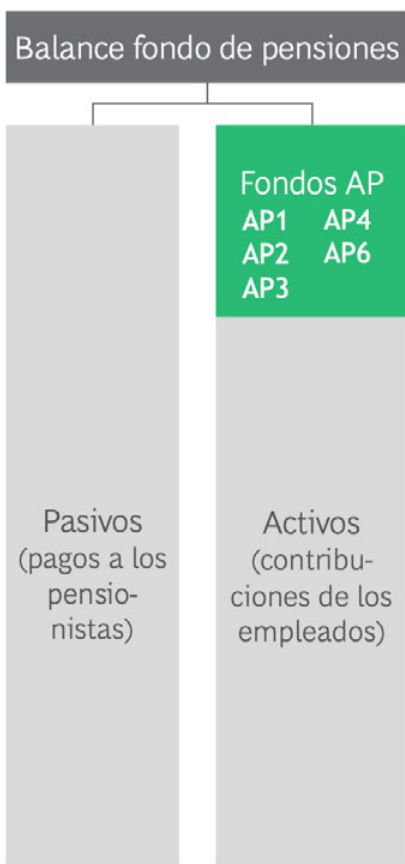


1. Fair value 2. 2019 y T3 2020 3. Rentabilidades medias ponderadas en el tiempo del total de la cartera 4. A T4 2019

Fuente: informes integrales de resultados trimestrales de Minnesota SBI de 2018 (T1-T4), 2019 (T1-T4) y 2020 (T1-T3); página web de Minnesota SBI



# El fondo de pensiones público sueco tiene 5 estructuras de inversión, dedicándose la última de ellas, AP6, de forma exclusiva a inversiones en Capital Privado



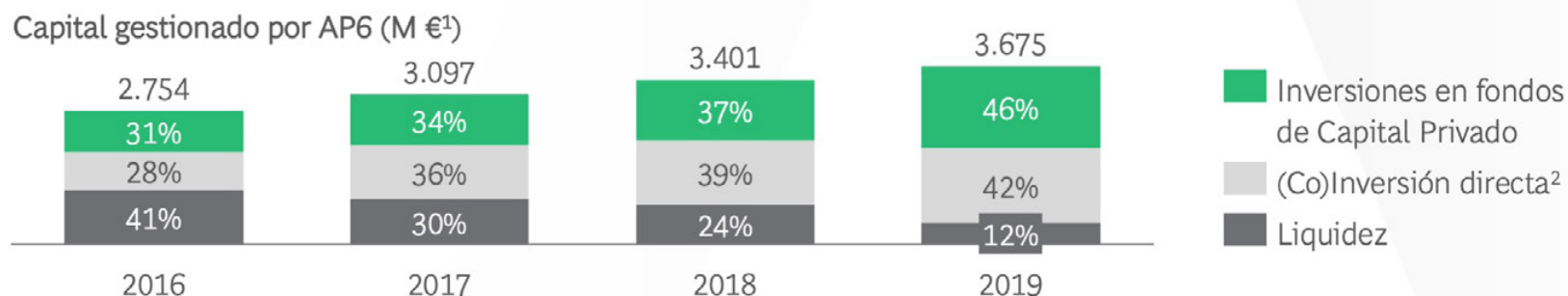
## Las inversiones del fondo de pensiones público sueco se realizan a través de 5 estructuras diferenciadas

- Desde 2009 las contribuciones han sido mayores que los pagos, dando lugar a un volumen de fondos disponible para invertir
- Estas inversiones se realizan a través de 5 estructuras (fondos) independientes (AP1-4 y AP6)
  - AP1-4 son fondos abiertos (anualmente hay flujos con el balance del fondo), con el mismo tamaño y reglas de inversión
  - AP6 es un fondo cerrado (en su creación recibió ~1.000 M€ y con sus beneficios cubre sus reinversiones y costes)

## La inversión en Capital Privado se realiza principalmente a través del fondo AP6

- AP6 es el único vehículo cuyo capital se dedica exclusivamente a Capital Privado
- Se prevé que el resto de estructuras (AP1-4) incrementen su inversión en Capital Privado en los próximos años
  - Hasta 2019 tenía limitada su inversión en activos ilíquidos al 5%
  - Este límite se ha incrementado al 40% y durante 2019-2020 ha definido nuevas estrategias de inversión a través de las cuales se prevé que incremente su exposición a activos alternativos

## AP6 invierte de forma directa y a través de fondos, mostrando una creciente preferencia por esta última opción



1. Tipo de cambio: 0,098 €/SEK 2. ~82% del volumen de inversión directa son coinversiones con General Partners (GPs) y el resto son con otras compañías no GPs como partners. En los últimos años AP6 ha expresado su interés por aumentar su coinversión con GPs, aumentando el peso de estos partners.

Fuente: informe anual de AP6 de 2019, 2018, 2017 y 2016



# AP6 se invierte de forma predominante a través de fondos y en menor medida con inversiones directas, y ha obtenido rentabilidades del ~10-12%

**AP6 tiene una clara apuesta por el Capital Privado, mostrando una preferencia por la inversión indirecta a través de fondos**

## Track record

1996: fecha de constitución del fondo

## Modelo de inversión

A través de fondos y con inversión directa

## Estrategias de inversión en Capital Privado

Leveraged Buy-Out y Venture Capital

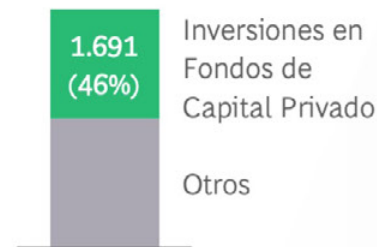
## Estrategia futura de inversión

“ Con la reformulación de nuestra estrategia en 2013, estamos **comprometidos con involucrarnos en un mayor número de inversiones** y la creación de un portfolio diversificado.

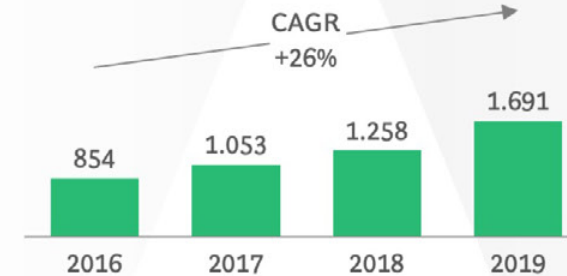
El objetivo es seguir invirtiendo a ritmos constantes y ampliar el número de fondos con los que participamos”

**Volumen de inversión a través de fondos: AP6 ha ido incrementando (CAGR 26%) su inversión a través de fondos**

Capital gestionado AP6 2019 (M€)



Volumen de inversión en fondos de Capital Privado (M€)



**89%**  
LBO<sup>2</sup>

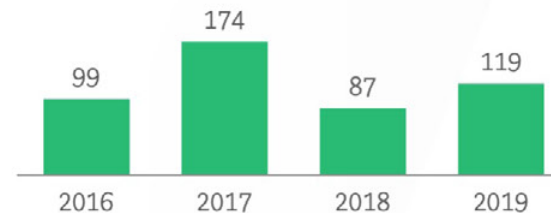
**30**  
Gestoras

**11%**  
VC<sup>3</sup>

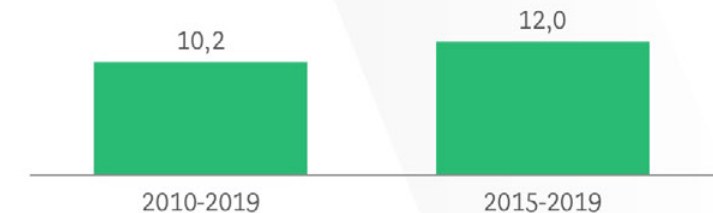
**80**  
Fondos

**Rentabilidades: en sus inversiones en fondos, AP6 ha obtenido beneficios durante los últimos años y rentabilidades del ~10-12% en los últimos 10 años**

Beneficios obtenidos por las inversiones realizadas en fondos de Capital Privado (M€)



Rentabilidades netas de costes obtenidas en las inversiones en fondos de Capital Privado (%)<sup>1</sup>



1. Return on Capital Employed (retorno sobre el capital empleado) 2. Leveraged Buy-Out 3. Venture Capital

Nota: Tipo de cambio: 0,098 €/SEK

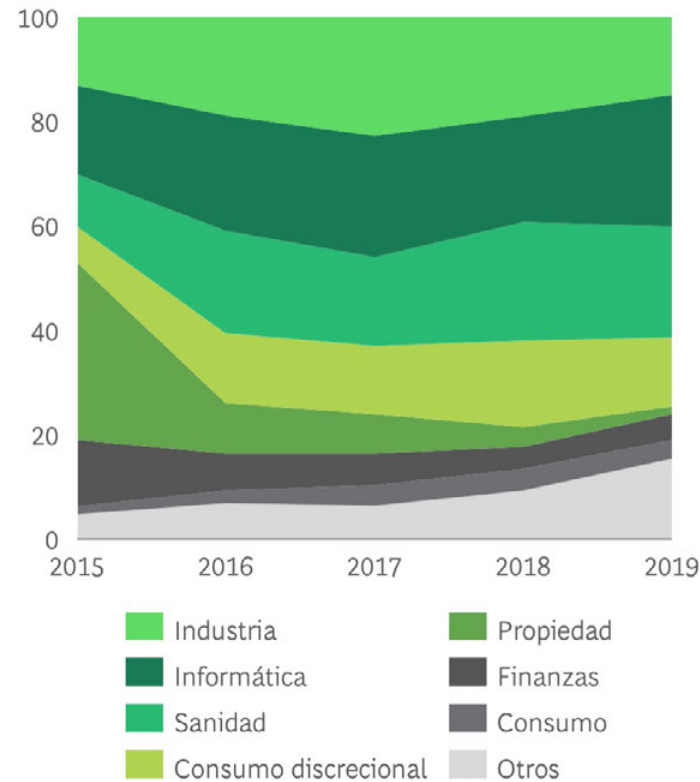
Fuente: informe anual de AP6 de 2019, 2018, 2017 y 2016



# AP6 apuesta por incrementar su diversificación sectorial y geográfica

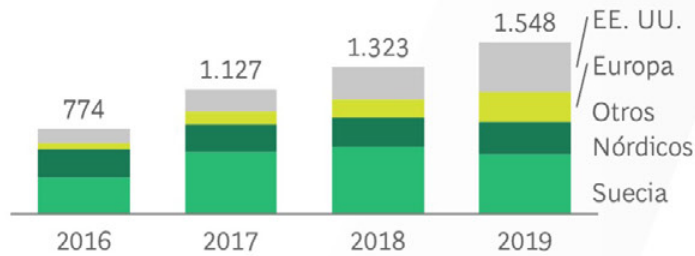
## El total del capital gestionado muestra una creciente diversificación sectorial

% Capital privado gestionado por AP6 (inversión directa y en fondos)



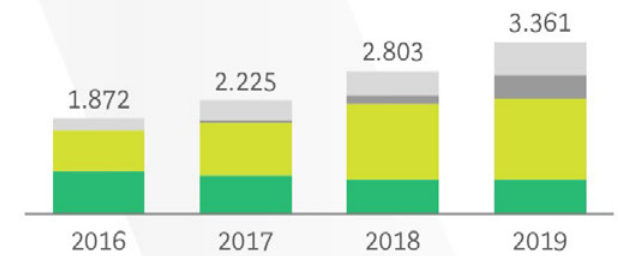
## AP6 muestra una mayor diversificación geográfica en sus inversiones directas

Volumen invertido de forma directa (M€)

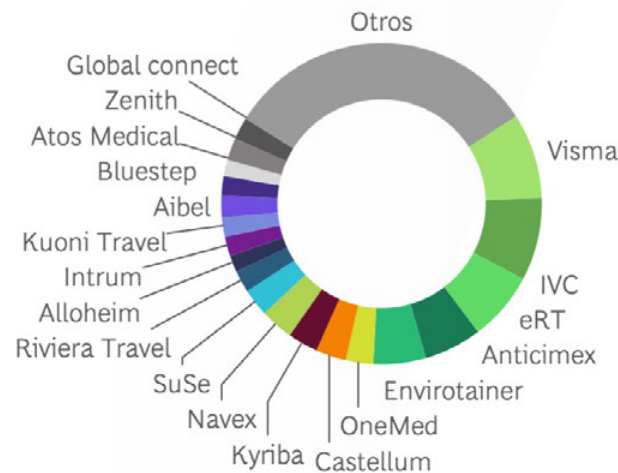


## AP6 muestra una mayor diversificación geográfica en sus inversiones en fondos

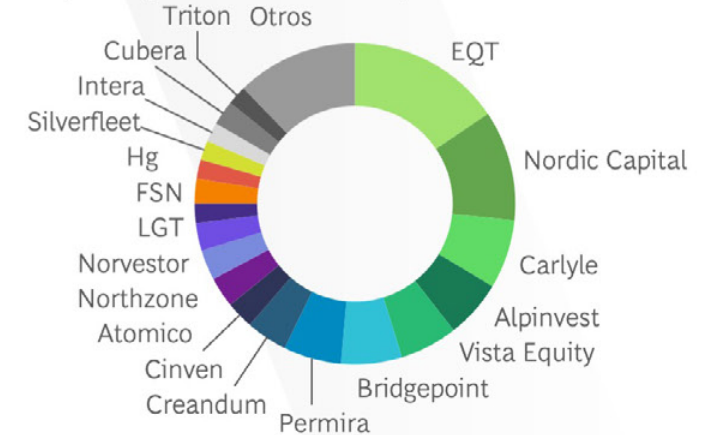
Volumen comprometido en fondos de Capital Privado<sup>1</sup> (M€)



## Principales compañías invertidas, 2019



## Principales gestoras invertidas, 2019



1. Incluye la exposición total (valor de mercado de los activos invertidos (1.691 M€ 2019) y capital comprometido o a invertir en los próximos 3-5 años)

Nota: tipo de cambio: 0,098 €/SEK

Fuente: informe anual de AP6 de 2019, 2018, 2017 y 2016





# CNP Assurances es uno de los 50 mayores inversores globales de Capital Privado, con ~8 mM€ en el sector

## CNP Assurances



### Tipo de institución

Principal aseguradora francesa, fundada en 1959, con con fuerte presencia en Europa (>15 países) y Latam (Brasil y Argentina)

### Tipo de patrimonio gestionado

CNP Assurances ofrece planes de ahorro, fondos de pensiones y diferentes coberturas de seguros (crédito, salud, vida y otras)

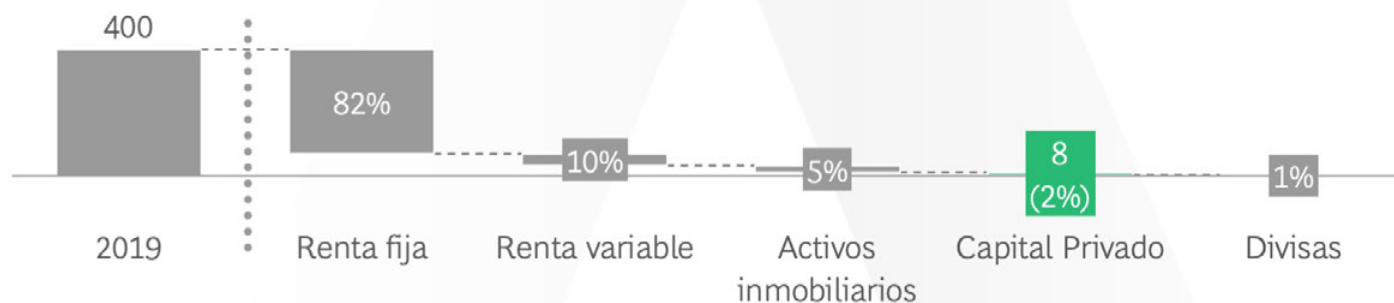
### Otros datos relevantes

CNP Assurances está entre los 50 mayores inversores institucionales globales de Capital Privado<sup>1</sup>

En 2016, CNP Patrimoine – la entidad de gestión de activos de CNP Assurances – lanzó un vehículo enfocado en Capital Privado, gestionado por Ardian, un especialista en Capital Privado que gestiona 55 mM USD en Europa, América del Norte y Asia

## CNP Assurances destina el 2% de su inversión (~8 mM€) a Capital Privado

Volumen total de inversión<sup>2</sup> (mM€)



En 2019, CNP Assurances se comprometió a invertir >500M€ en 14 fondos de Capital Privado en Europa y EE.UU. Estos fondos invierten principalmente en pymes y *mid-caps* que operan en distintos sectores económicos

## CNP Assurances percibe el Capital Privado como el activo con mejores rentabilidades

“ Todo el mundo gana en Capital Privado [...] En los últimos 20 años, el Capital Privado ha superado a otros activos alternativos. CNP Assurances es un actor importante y permite a sus clientes de gestión de patrimonios capitalizar estos rendimientos, dándoles la opción de disponer del efectivo de sus ahorros en cualquier momento”

1. Desde 2016, según informe anual de CNP Assurances, y uno de los 100 mayores inversores en Capital Privado según Preqin 2. Market value agregado a cierre de 2019  
Fuente: Informe SFCR (situación financiera y solvencia) de CNP de 2019, 2018, 2017 y 2016; página web de CNP Assurances



# Las instituciones académicas anglosajonas (endowments) invierten de forma significativa en Capital Privado, aprovechando sus menores necesidades de liquidez y limitaciones de inversión

## El patrimonio de los endowments proviene de donaciones y se destina a promover el desarrollo de las instituciones académicas

Los endowments son fondos que nacen de **donaciones benéficas**. Los endowments de instituciones académicas son los más conocidos

El fin último de los endowments es **apoyar y desarrollar las necesidades del profesorado, de los investigadores y de los estudiantes**

Las inversiones de los endowments deben realizarse para **asegurar que, a largo plazo**, se mantengan constantes o crezcan los recursos donados que solo podrán destinarse al **desarrollo de la institución académica**

## Las características particulares de los endowments les permiten invertir mayores proporciones de sus activos en Capital Privado

Las necesidades de liquidez de los endowments son menores que las de otras instituciones, como los fondos de pensiones

“*Gestionar un endowment no es como gestionar una inversión tradicional debido a la naturaleza de los beneficiarios. En el caso de la mayoría de los gestores, tales como los fondos de pensiones, los beneficiarios están vivos, pero en los endowments puede que los beneficiarios ni siquiera hayan nacido todavía. Hay que saber equilibrar la gestión de los intereses de los beneficiarios actuales con los de las generaciones futuras. Para ello, debemos preservar el valor real de las donaciones para financiar actividades y generar rentabilidades reales absolutas*”

Oxford Endowment Fund

Las limitaciones acerca del destino de la inversión son reducidas

- Los donatarios de los fondos pueden imponer algunas restricciones en cuanto al destino de sus donaciones. No obstante, en general, dejan margen de actuación a los gestores
- Las limitaciones normativas en este sentido son también de mínimo impacto

Como resultado, las principales instituciones invierten un ~20% en Capital Privado





# Oxford Endowment Fund destina el 23% de sus inversiones a Capital Privado, apostando por el activo dada su rentabilidad y poder de diversificación

## Oxford Endowment Fund



### Estrategias de inversión en Capital Privado

Crecimiento, sectores nicho y Venture Capital principalmente

### Tipo de patrimonio gestionado

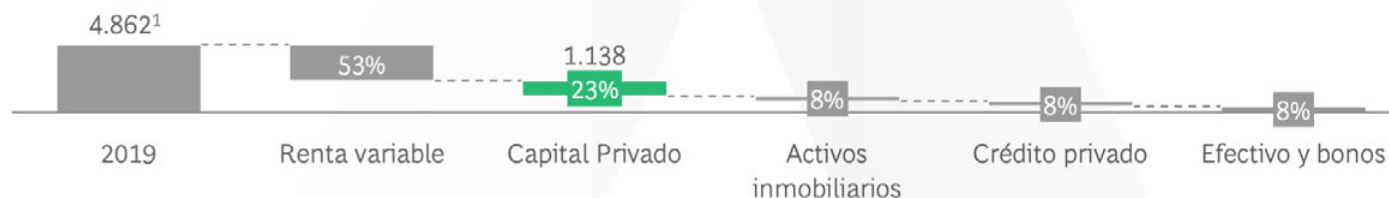
Patrimonio de más de 40 inversores benéficos ligados a la universidad

### Estrategia futura de inversión

“ En los últimos años, simplemente invertir pasivamente producía retornos reales positivos. Sin embargo, puede que en los próximos años este enfoque plantee serios retos. Creemos firmemente que, a largo plazo y considerando los distintos entornos de mercado, una gestión activa con el socio adecuado es la forma más eficaz de gestionar el fondo. Así, aumentaremos nuestra gestión activa de los diferentes activos, con especial foco en Capital Privado”

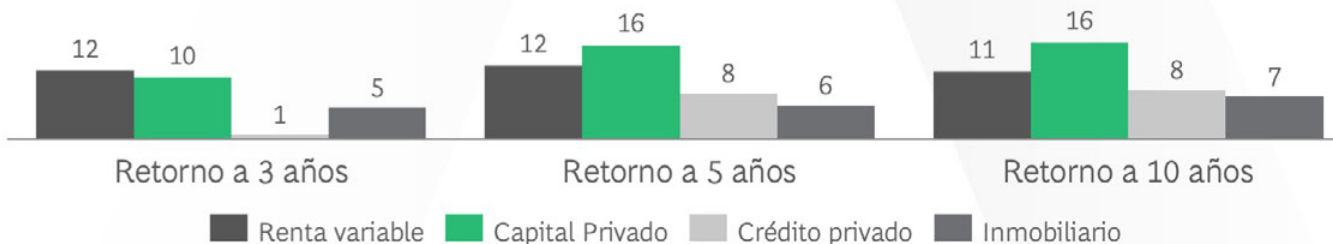
## Oxford Endowment Fund destina el 23% de su inversión (~1.000 M€) a Capital Privado

Volumen total de inversión (M€)



## Oxford Endowment Fund destaca como grandes atractivos del activo su rentabilidad y poder de diversificación

Rentabilidades obtenidas en diferentes activos de la cartera (%)



“ El Capital Privado permite a OEF acceder a ideas diferenciadas de inversión en capital a las que sencillamente no se podía acceder en los mercados cotizados. Desde su creación, la TIR neta de la cartera de Capital Privado es del 15,9%, aunque el fondo ha crecido sustancialmente durante este tiempo y una gran parte del capital se ha invertido en menos de cinco años”

1. 4.064 M€, aplicando un tipo medio de cambio de 2019 de 0,84 £/€  
Fuente: informe 2019 de Oxford Endowment Fund; página web de Oxford Endowment Fund

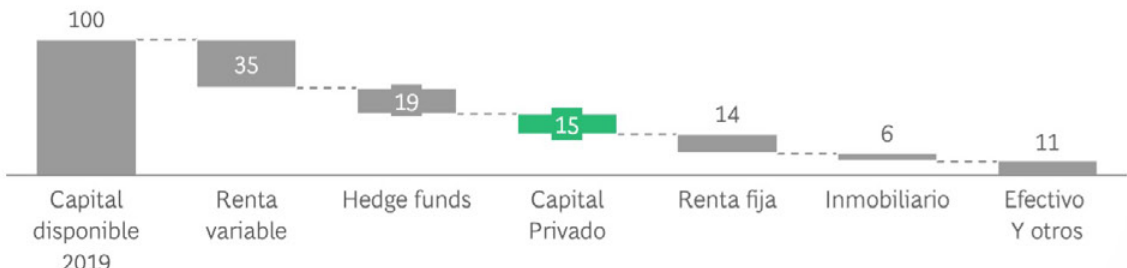


# Los endowments americanos han aumentado progresivamente su exposición al Capital Privado (~15% de activos bajo gestión), obteniendo atractivas rentabilidades

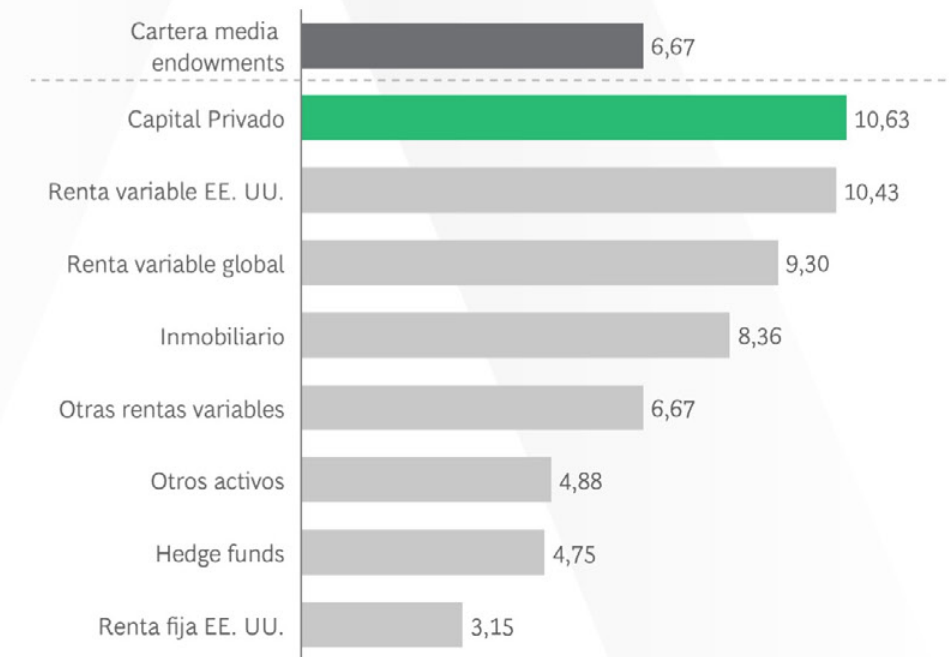
El Capital Privado se ha convertido en un activo relevante para los endowments americanos (~15% de activos bajo gestión), con una clara tendencia a seguir incrementando estas inversiones

Las inversiones en Capital Privado se han consolidado como las más rentables, mejorando la rentabilidad media de sus carteras

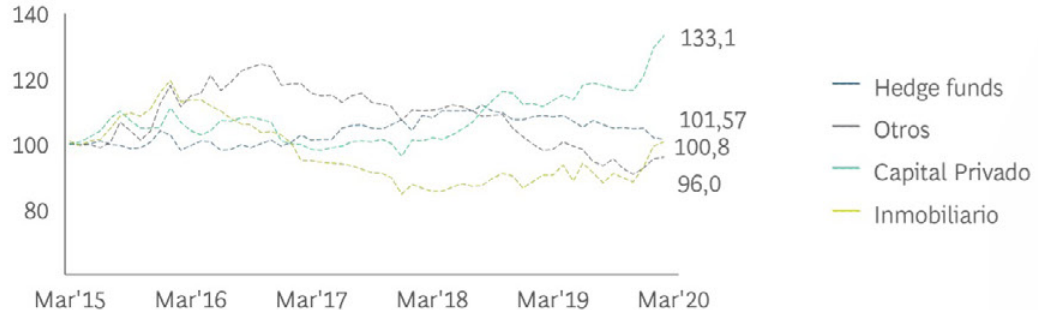
Capital invertido por los endowments americanos, 2019 (%)



Rentabilidad 2015-2019 por clase de activo (%)



Cambios en el volumen de capital invertido en activos alternativos de los endowments americanos con >1.000 M USD en activos, sobre la base de 2015 (%)



Fuente: estudio de BNY Mellon sobre asignación de activos y resultados de fundaciones y endowments (2020)



# Yale Endowment invierte un 37% en Capital Privado (~11 mM USD), con especial foco en VC<sup>3</sup> dada la exposición de la institución a oportunidades en este ámbito

## Yale Endowment

### Estrategias de inversión en Capital Privado

VC<sup>3</sup> y LBO<sup>4</sup>, con especial foco en VC<sup>3</sup>



### Tipo de patrimonio gestionado

Patrimonio de más de 100 fondos benéficos ligados a la institución académica

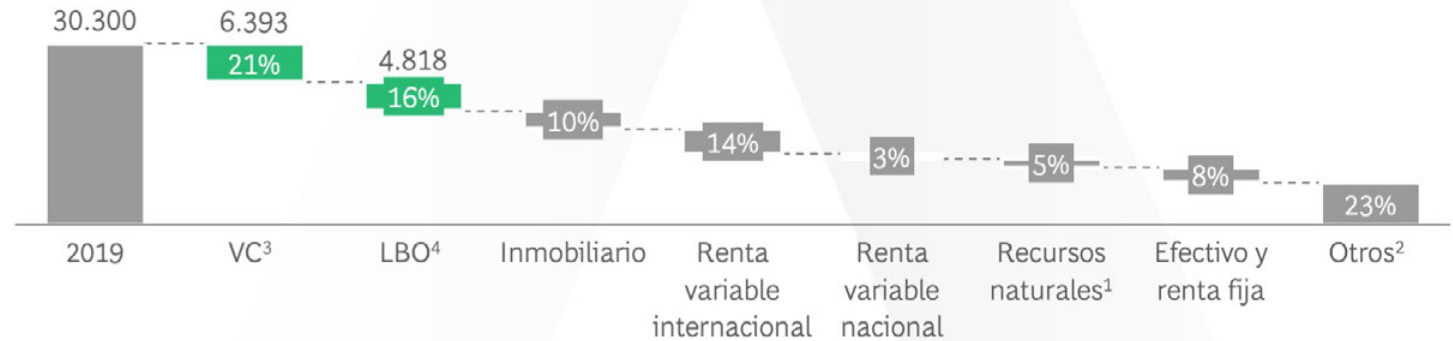
### Estrategia de inversión

“ La clara apuesta por activos no tradicionales se explica por su retorno potencial y poder de diversificación. Se prevé que las carteras reales y objetivo de hoy arrojen rendimientos mucho más altos que la cartera de 1989 con una volatilidad similar. Los activos alternativos, por su propia naturaleza, tienden a tener un precio menos eficiente que los valores negociables tradicionales, lo que brinda la oportunidad de aprovechar las ineficiencias del mercado mediante una gestión activa”

“ Las inversiones se realizan con la vista puesta en las relaciones a largo plazo (generalmente, se espera que un encargo sea el primero de varios) y en el estrecho alineamiento de los intereses de los socios colectivos y comanditarios”

## Yale Endowment invierte 37% en Capital Privado (~11 mM USD), con un claro compromiso en especial por el VC<sup>3</sup>

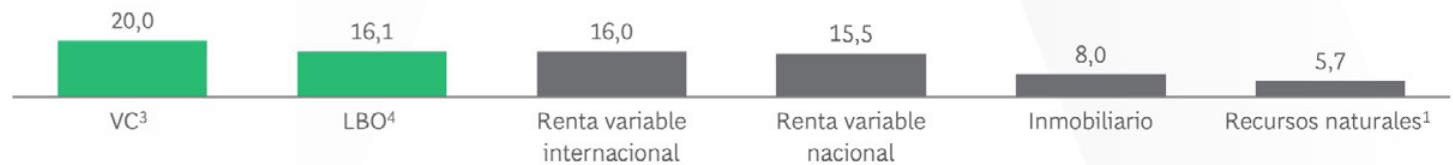
Volumen total de inversión (M USD)



“ Las inversiones de Venture Capital producen rendimientos atractivos, ya que los principales gestores de capital de la universidad nos ofrecen exposición a start-ups innovadoras desde el principio (...) El programa de VC<sup>3</sup> de Yale es uno de los primeros de su tipo, se considera uno de los mejores en la comunidad de inversión institucional; la universidad se cita frecuentemente como un modelo a seguir”

## Los activos de Capital Privado son los más rentables de la cartera

Retorno a 10 años obtenido en diferentes activos de la cartera (%)



1. Inversión en petróleo, gas, madera y agricultura 2. Yale Endowment no proporciona detalles sobre la inversión de un 23% de su patrimonio bajo la partida "Otros", al estar posiblemente limitados a ciertos fines 3. VC: Venture Capital 4. LBO: Leveraged Buy-Out  
Fuente: informe 2019 de Yale Endowment; página web de Yale Endowment



Ejemplos de casos  
de éxito internacionales



**Ejemplos de casos  
de éxito nacionales**



# En España también hay inversores de diferente tipología que invierten con éxito en Capital Privado

## Tendencias observadas en los casos analizados

- Menor track record que las prácticas internacionales más avanzadas
- Rentabilidades medias de doble dígito:
  - tanto en los activos desinvertidos, a pesar de que aún son reducidos, como las esperadas por la valoración de las carteras actuales
- Consideración del activo como una inversión estratégica, no coyuntural u opcional
- Creciente involucración y sofisticación en la selección y gestión del activo:
  - el track record les ha permitido conocer mucho mejor el activo e involucrarse más en la gestión y selección con los asesores, e incluso realizar coinversiones

## Casos de éxito nacionales analizados

Selección ilustrativa de miembros de ASCRI



Fond-ICO  
Global

Fondos de fondos  
de iniciativa  
público-privada



Loreto  
Mutua

Mutualidad  
de empleo



BBVA Asset  
Management

Gestora de activos de  
los fondos de inversión,  
pensiones y otros  
productos de BBVA



# Desde 2013, Fond-ICO Global ha invertido en 64 fondos, obteniendo una TIR neta del ~18%<sup>1</sup> en los fondos ya desinvertidos y del ~11%<sup>2</sup> en los fondos activos

## Fond-ICO Global

### Tipo de institución

Fondo de fondos de iniciativa público-privada

### Tipo de patrimonio gestionado

Fondo de 2.000 M€ estatales creado para revitalizar la industria del Capital Privado en España



## Desde 2013, Fond-ICO Global ha sido un Limited Partner muy activo en España

### Track record

2013: fecha de constitución del fondo

### Modelo de inversión

A través de fondos

### Categorías de inversión

En todas las categorías (incubadoras, Venture Capital, expansión, Leveraged Buy-Out,...)

### Estrategia de inversión

“ El principal objetivo es impulsar la financiación de proyectos que combinen innovación y emprendimiento, invirtiendo en compañías que se encuentren en cualquiera de las fases de su desarrollo”

## Fond-ICO ha suscrito compromisos por ~1.200 M€ desde su constitución en 2013 hasta 2019. Actualmente tiene 517 M€ desembolsados en fondos activos



## Fond-ICO Global ha obtenido una rentabilidad media del ~18% en sus desinversiones, con una rentabilidad esperada en 2019 del ~12 y ~7% en su cartera actual de Capital Expansión y Venture Capital

	TIR neta de desinversiones <sup>1</sup>	TIR neta estimada de los fondos en cartera a 31.12.2019
Capital Expansión	17,8%	11,6%
Venture Capital	19,0%	7,0%
Global de la cartera <sup>3</sup>	18,2%	11,0% <sup>2</sup>

Nota: la TIR neta se calcula teniendo en cuenta todos los desembolsos efectuados por Fond-ICO Global y los reembolsos recibidos de cada uno de los fondos. Para los fondos no liquidados en cartera a 31.12.2019, se incluye como último reembolso el importe que los gestores asignan a la participación de Fond-ICO Global. 1. TIR media de las 5 desinversiones (3 de Capital Expansión y 2 de Venture Capital). Las salidas se hicieron de acuerdo a opciones de recompra previamente acordadas que permitan desinvertir con condiciones previamente pactadas. 2. TIR neta sintética de los fondos de Capital Expansión y Venture Capital. 3. Capital desembolsado acumulado a 31.12.2019 en los 59 fondos activos. Fuente: Fond-ICO Global; página web de Fond-ICO





# Loreto Mutua invierte un ~5% en Capital Privado con una TIR neta del ~20%, y ~12-14% en alternativos en total

## Loreto Mutua

### Tipo de institución

Mutualidad de empleo



### Tipo de patrimonio gestionado

Loreto Mutua nace como la mutualidad del sector aéreo, aunque también comercializa productos para particulares y empresas de otros sectores

Sus principales productos son fondos de pensiones individuales y de empleo

## Loreto Mutua ha invertido ~60 M € en Capital Privado, el máximo permitido en sus políticas de inversión



## Invierte desde 2007 en Capital Privado, siendo uno de los fondos de pensiones pioneros

### Track record

2007: fecha de la primera inversión<sup>1</sup>

### Modelo de inversión

A través de fondos, fondos de fondos y coinversión con GPs<sup>4</sup>

### Categorías de inversión

Leveraged Buy-Out, Venture Capital y Expansión principalmente

### Estrategia de inversión

“ Tenemos un claro compromiso por mantener nuestras inversiones en Capital Privado, puesto que son múltiples sus beneficios. Las rentabilidades son muy atractivas y ofrecen una gran oportunidad de diversificación. El Capital Privado permite acceder a estrategias y sectores como el agroalimentario, turismo, energía,... que tienen gran desarrollo pero no están cotizados”

## Prevé unas rentabilidades atractivas de los fondos en su cartera, del ~20% en Leveraged Buy-Out y Coinversión, y del ~10% en Venture Capital

	TIR neta <sup>3</sup>	Múltiplo <sup>3</sup>
Leveraged Buy-Out	22%	1,57x
Venture Capital	11%	1,23x
Coinversión	23%	1,73x

“ Las rentabilidades obtenidas en las inversiones en Capital Privado han sido siempre muy positivas, en los diferentes horizontes temporales y categorías”

“ El Capital Privado nos ha permitido apoyarnos en accionistas profesionales, con peso en los consejos de administración, que crean verdadero valor en las empresas participadas”

1. En 2007 realiza las primeras inversiones pero son marginales. A partir de 2012 consolida una presencia más activa como Limited Partner 2. A cierre de 2019, 60.693 M€ de capital desembolsado y 84.458 M€ de capital comprometido en el total de sus inversiones en Capital Privado (Leveraged Buy-Out, Expansión, Venture Capital, secundario, inmobiliario, coinversión, fondos de fondos e infraestructura) 3. Valoración a cierre de 2019 de los fondos participados 4. General Partners



# BBVA asesora a múltiples clientes institucionales en sus inversiones en Capital Privado, habiendo invertido desde 2004 ~830 M€ en más de 70 fondos

## BBVA Asset Management (BBVA AM)

### Tipo de institución

Gestora de activos



### Tipo de patrimonio gestionado

BBVA Asset Management gestiona en España un patrimonio total de 69 mM€, de los cuales 36 mM€ corresponden a fondos de inversión, 23 mM€ a fondos de pensiones y el resto a otros productos como mandatos institucionales, carteras de gestión discrecional, etc.

## BBVA AM invierte desde 2004 en diferentes estrategias de Capital Privado

### Track record

2004: fecha de la primera inversión. Inversión en más de 70 fondos

### Modelo de inversión

A través de fondos de fondos, fondos directos y fondos de coinversión

### Categorías de inversión

Principalmente Leveraged Buy-Out y core según el activo, aunque también en Venture Capital, Crecimiento y Value Added

### Estrategia de inversión

“ La inversión en Capital Privado aporta una gran diversificación y retornos a nuestra cartera. Por ello hemos constituido un equipo con grandes capacidades internas

## BBVA AM cuenta con un equipo de 17 personas para sus inversiones en Capital Privado, con especialistas en cada una de las fases



## BBVA AM tiene un track record relevante de inversión en el activo, habiendo comprometido más de 830 M€

Desde 2017, BBVA AM ha analizado un total de 333 fondos de 187 gestoras diferentes



**418 M€**

Capital comprometido en fondos de pensiones (~5% de activos disponibles para invertir de los fondos de pensiones)

**414 M€**

Capital comprometido en banca privada



# **Características particulares de España y factores con impacto futuro**





# La regulación y otras características del país han influido en la baja inversión de aseguradoras y fondos de pensiones, pero hay factores favorables para el futuro

De forma general, en España las aseguradoras y fondos de pensiones han tenido un menor desarrollo de inversiones en alternativos y Capital Privado por factores específicos del país, tanto regulatorios como sectoriales:

- A** **rentabilidad de la renta fija:** ha sido significativamente mayor que en otras geografías, permitiendo obtener altas rentabilidades sin necesidad de recurrir a inversiones en alternativos
- B** **modelo de pensiones:**
  - el modelo de pensiones español ha favorecido hasta ahora los planes de pensiones individuales, que, por sus necesidades de liquidez, no tienen un buen encaje con las inversiones a largo plazo en Capital Privado
  - además, el peso de las pensiones privadas es limitado, dando lugar a planes de empleo muy pequeños
  - el sistema público de pensiones no sigue un sistema de capitalización que haga crecer el capital gestionado. Al contrario, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social se está descapitalizando
- C** **factores regulatorios de pensiones:** el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones no favorece la inversión en Capital Privado:
  - C.1** comisiones en cascada: afectan principalmente a fondos de pensiones individuales por tener comisiones cercanas al máximo permitido
  - C.2** coeficientes máximos de inversión: afectan principalmente a los fondos de empleo, ya que por su naturaleza pueden llegar a mayores niveles de inversión, quedando limitados por los coeficientes de la normativa
  - ventanas de reembolso: afectan principalmente a los fondos de pensiones individuales por generar mayor necesidad de liquidez para cubrir potenciales reembolsos
- D** **factores regulatorios de seguros:** la normativa de Solvencia II ha supuesto unos niveles de consumo de capital elevados en comparación con otros activos
- E** **perfil de inversiones de aseguradoras en España:** han estado caracterizadas por un peso muy alto de activos cotizados, especialmente renta fija con flujos de caja previsibles
- F** **experiencia y capacidades para invertir en Capital Privado:** Como consecuencia de los puntos anteriores, los equipos internos de aseguradoras y fondos de pensiones en líneas generales no han desarrollado tantas capacidades y experiencia en la inversión en Capital Privado como en otros activos

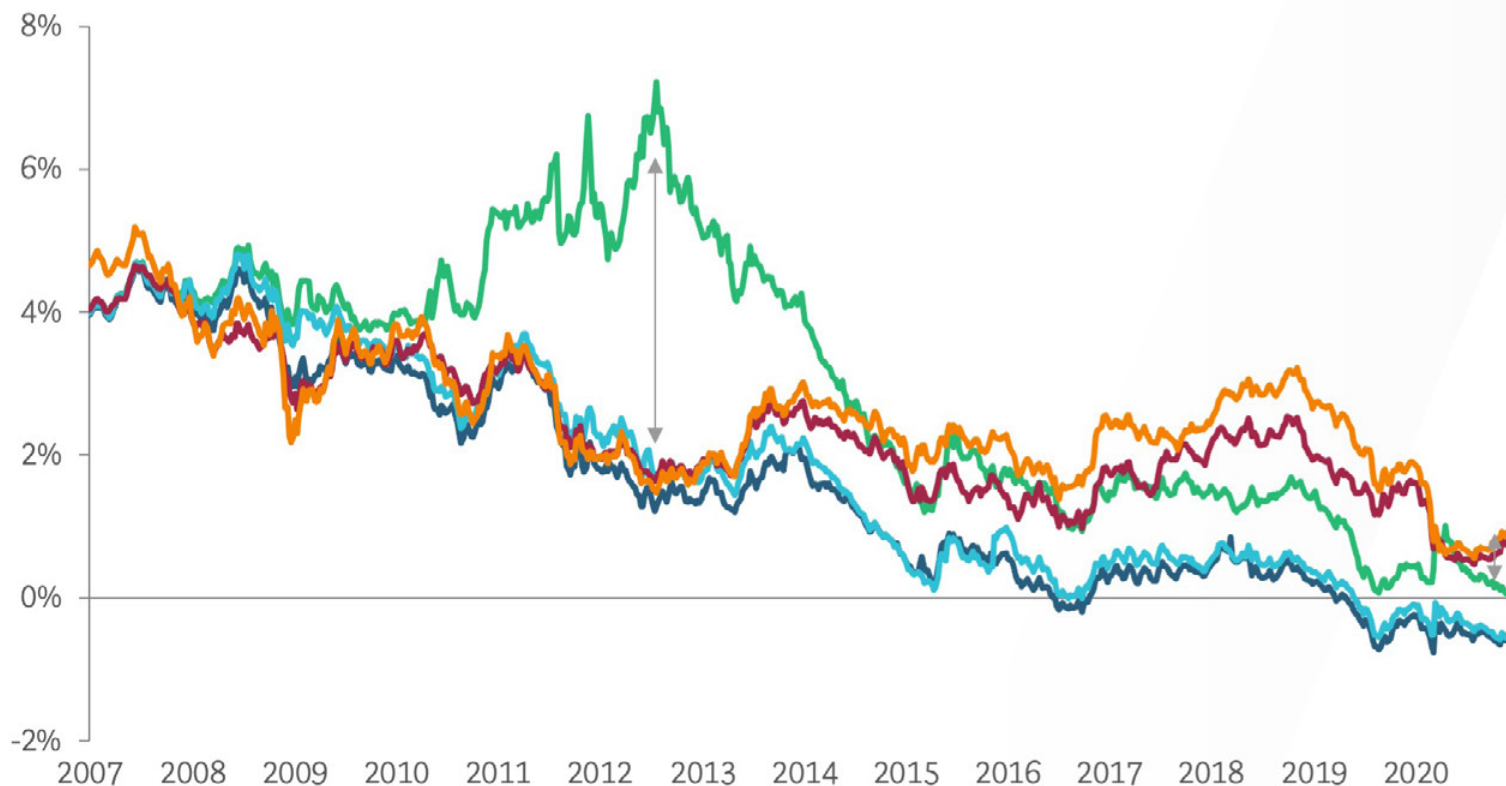
## Factores con impacto futuro

Para el futuro, hay factores que pueden favorecer la inversión en Capital Privado: (1) Contexto económico de tipos bajos a largo plazo; (2) interés creciente y desarrollo de proyectos de inversión por parte de aseguradoras; (3) reforma de la normativa de pensiones, favoreciendo los planes de empleo (impacto incierto, pero probablemente solo favorable a medio-largo plazo), (4) flexibilización de los consumos de capital para activos alternativos en Solvencia II

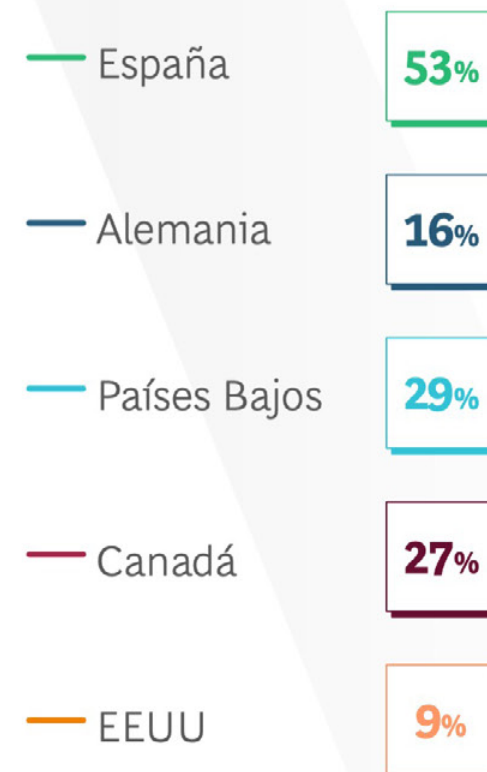


# Hasta ahora la renta fija española había ofrecido una alta rentabilidad, por lo que no se había generado la necesidad de invertir en alternativos

Rendimiento (yield) de bonos estatales a 10 años



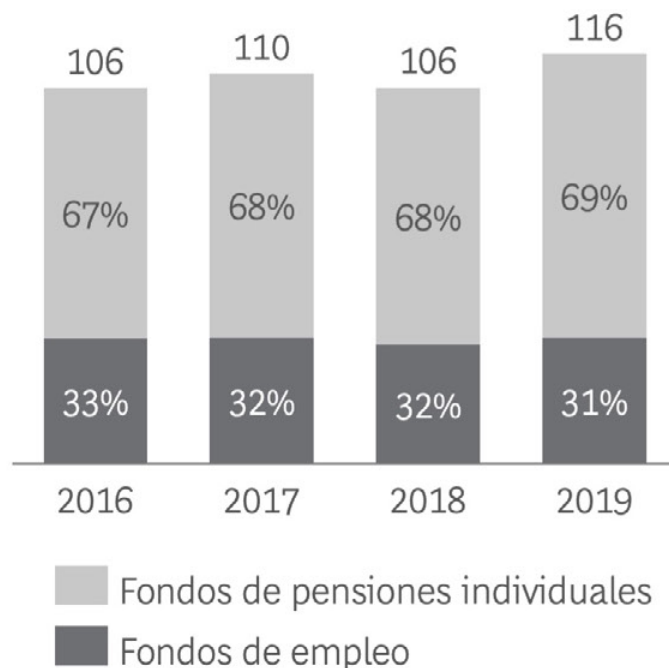
% invertido en bonos del Estado sobre el total de las carteras de las aseguradoras, 2019





# El modelo de pensiones ha favorecido los planes de pensiones individuales, que, por sus necesidades de liquidez, no tienen un buen encaje con las inversiones a largo plazo

## Patrimonio de los fondos de pensiones españoles (mM€)<sup>1</sup>



## Los planes de pensiones individuales tienen mayores necesidades de liquidez, dado que la regulación habilita su traspaso entre entidades y el reembolso bajo determinados supuestos

Características	Planes de pensiones individuales	Planes de empleo
Contratación	Por personas físicas a título personal	Promovidos dentro de una empresa o una administración pública <sup>2</sup> en beneficio de sus trabajadores
Movilidad	Se permite la movilización de estos planes a otros individuales y a planes de empleo	Solo puede traspasarse a un plan individual cuando ya no exista relación laboral o cuando el plan haya vencido
Reembolso	Las ventanas de reembolso permiten rescatar las aportaciones realizadas en ciertos supuestos, siendo más amplios para los planes individuales	

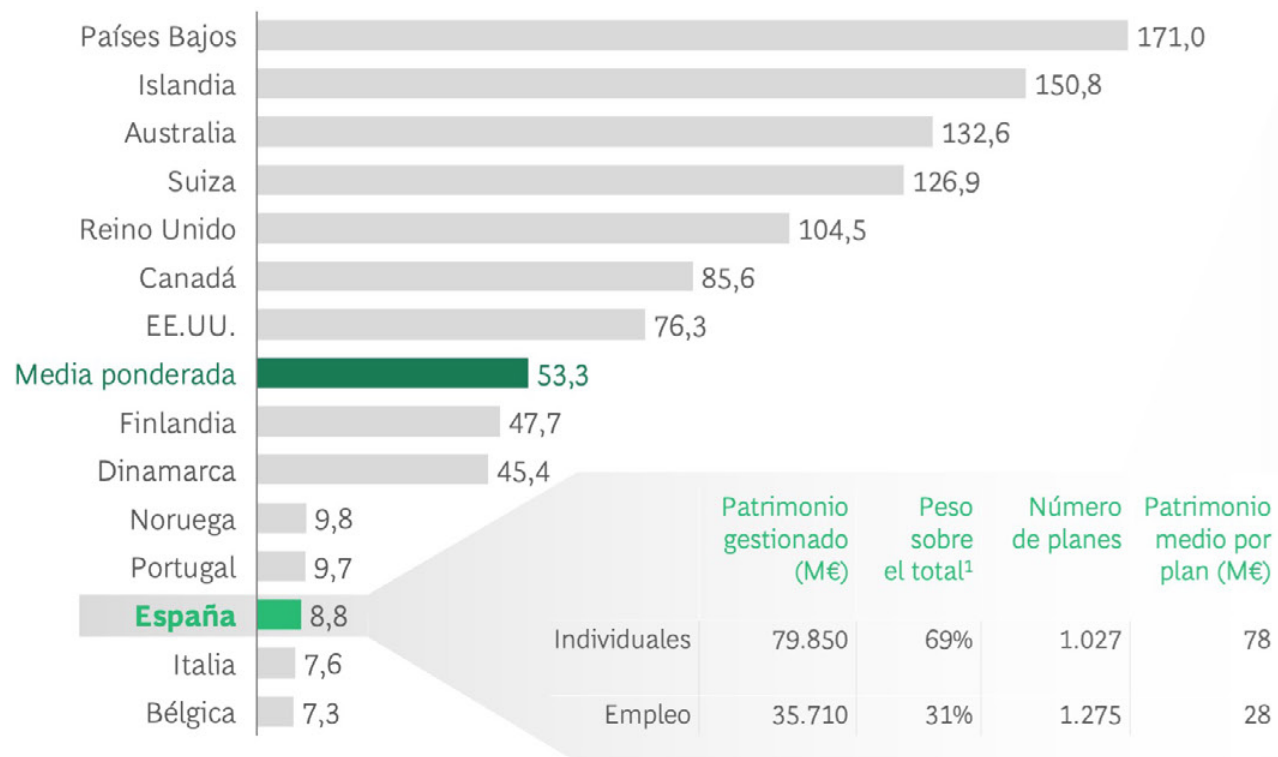
En consecuencia, sus gestores prefieren no invertir en activos ilíquidos y de largo plazo que requieran de una estabilidad en los capitales gestionados, como el Capital Privado

1. No se incluye el patrimonio de los fondos de pensiones asociados, dado que su peso sobre el total es menor que 1% 2. Ayuntamientos, diputaciones provinciales, universidades, etc.  
Fuente: INVERCO

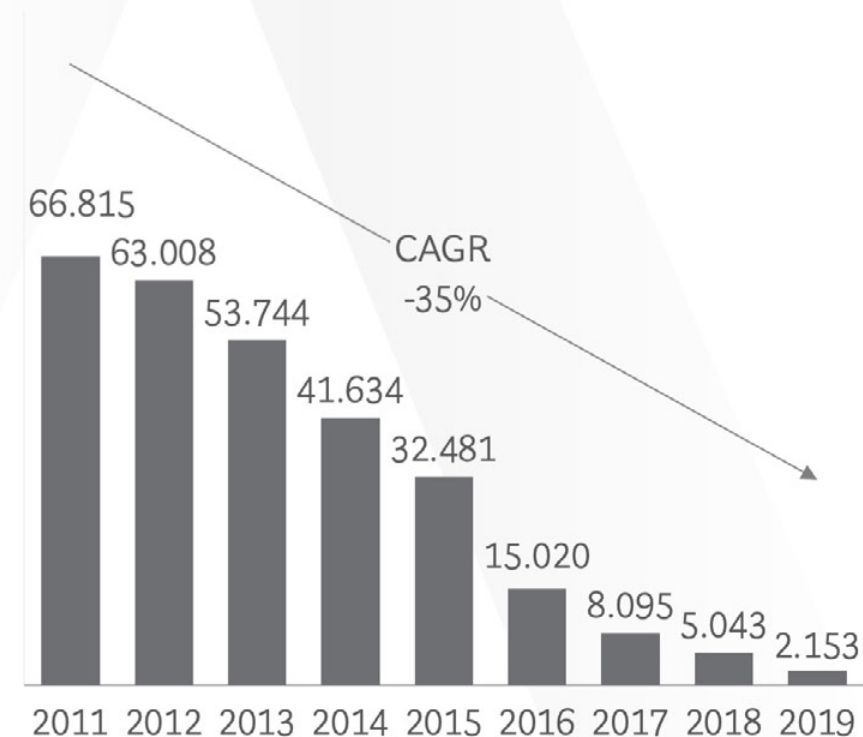


## Además, el peso de las pensiones privadas es limitado, dando lugar a planes de empleo muy pequeños, y el sistema público de pensiones no sigue un sistema de capitalización que haga crecer el capital gestionado

Patrimonio de los fondos de pensiones sobre PIB, 2018 (%)



Patrimonio del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (M€)



1. Peso sobre el total del Patrimonio de los fondos de pensiones, sin incluir el patrimonio de los fondos de pensiones asociados, dado que su peso sobre el total es menor que 1%

Fuente: INVERCO (patrimonio de los fondos/PIB y detalle de los fondos individuales y de empleo); Fondo de Reserva de la Seguridad Social – Reporte al Congreso 2019 (patrimonio del Fondo de Reserva de la Seguridad Social)



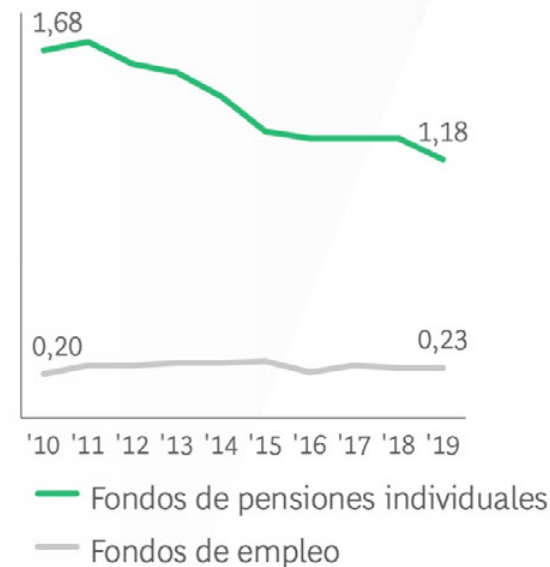
# La norma de comisiones en cascada desincentiva la inversión en Capital Privado para los fondos de pensiones individuales al limitar las comisiones máximas

## Según la normativa de comisiones en cascada, las comisiones de los GPs<sup>3</sup> deben acumularse para el cálculo del máximo...

- La normativa vigente<sup>1</sup> sobre la retribución de los gestores de los fondos de pensiones limita la **comisión máxima para fondos con activos de Capital Privado en 1,5%**<sup>2</sup>
- Para el cálculo del límite mencionado, en aplicación de la normativa de **comisiones en cascada**, deben acumularse las comisiones que perciben los gestores de los propios fondos de pensiones y las de GPs<sup>3</sup> (tanto las comisiones de gestión como las de éxito)
- Esta limitación sobre las comisiones en cascada **no se contempla en los principales países de nuestro entorno** como Inglaterra, Francia, Alemania, Italia o Luxemburgo, donde prima la búsqueda del mejor interés de los fondos de pensiones y sus partícipes ("Prudent Man Rule")

## ... desincentivando la inversión en Capital Privado, puesto que los fondos de pensiones individuales ya tienen comisiones cercanas al límite

Comisión total (gestión y depósito) (%)



- A diferencia de los fondos de empleo, los fondos de pensiones individuales presentan de media comisiones cercanas al límite máximo (1,18% de media vs. 1,5% de límite máximo)
- Esta acumulación desincentiva las inversiones en Capital Privado frente a otros activos con menores importes de comisiones, a pesar de que proporcionan rentabilidades mucho más bajas

1. Art. 84 del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones 2. El límite varía según la naturaleza del activo invertido (0,85% para renta fija, 1,30% para renta fija mixta y 1,5% para el resto de fondos) 3. General Partners





# La norma de comisiones en cascada no facilita la mejora de rentabilidad neta del partícipe, al no estar alineada con los incentivos por éxito del Capital Privado

## La regulación desincentiva la inversión en activos con comisiones de éxito, aunque estos proporcionen mayores rentabilidades...

- Las inversiones en **Capital Privado** conllevan **comisiones mayores** porque tienen un componente de éxito, para alinear los incentivos de los gestores
- Así, cuanto **mayor sea la rentabilidad del activo, mayor será la comisión**
- **La regulación no tiene en cuenta que la ganancia neta** para el fondo de pensiones es mayor, promoviendo simplemente la inversión en activos con menores comisiones

## ... limitando la mejora de la rentabilidad de los fondos de pensiones

La regulación es **un factor limitante para mejorar la rentabilidad** de los fondos de pensiones:

- **desincentiva la inversión en Capital Privado**, que como activo está proporcionando las rentabilidades más significativas
- **desincentiva la inversión en las gestoras con mejores rentabilidades**, que, por el esquema de comisiones por éxito del Capital Privado, presentan mayores comisiones
- **incentivan a invertir en gestoras con menores comisiones**, que pueden ser de **menor calidad** (menor comisión de gestión) o tener **peores resultados** (menores comisiones de éxito)

## Otros factores que justifican la modificación de la norma

La normativa nace para eliminar la acumulación de comisiones de intermediación financiera en un mismo grupo empresarial

No obstante, la naturaleza de las comisiones de Capital Privado y las del fondo de pensiones son muy diferentes, por lo que no deberían acumularse:

### Objetivo de las comisiones de Capital Privado

- Cubrir los **costes de gestión de los activos**, que son muy costosos al ser inversiones en empresas de **la economía real**
- Alinear los intereses del gestor, al estar muy vinculados al éxito

### Objetivo de las comisiones de fondos de pensiones

- Cubrir los **costes de intermediación financiera** de activos financieros



# Los fondos de empleo se ven limitados por los coeficientes máximos de inversión del reglamento de pensiones, sin los cuales podrían invertir más

## La normativa<sup>1</sup> establece varios coeficientes máximos de inversión para los fondos de pensiones individuales y de empleo

Ámbito de aplicación

Inversiones de fondos de pensiones individuales y de empleo

Coeficientes máximos de inversión

- A** **Sobre el total de los activos**  
Las inversiones en activos no admitidos a negociación en un mercado regulado (p.e. FCR, IICIL y IICIICIL) no pueden superar el 30% de los activos disponibles para invertir
- B** **Sobre un mismo vehículo de inversión**
  - FCR: 3% del patrimonio del fondo de pensiones o 20% del vehículo en cuestión
  - IICIL e IICIICIL: 5% del patrimonio del fondo de pensiones o del vehículo en cuestión
- C** **Sobre un mismo gestor de vehículos de inversión**
  - FCR: 6% del patrimonio del fondo de pensiones o 20% del vehículo en cuestión
  - IICIL e IICIICIL: 5% del patrimonio del fondo de pensiones o del vehículo en cuestión

## La normativa limita principalmente la inversión en Capital Privado de los fondos de empleo

Los fondos de empleo, por sus menores necesidades de liquidez, podrían en ocasiones comprometer más capital del que les permite la norma

“ En algunas inversiones hemos visto cómo los gestores de los fondos de empleo querían comprometer mayor capital pero no lo hacían por la limitación impuesta del 3% del vehículo de inversión”

LP<sup>2</sup> nacional



# Para las aseguradoras europeas, la normativa de Solvencia II ha supuesto unos niveles de consumo de capital elevados en comparación con otros activos

Solvencia II establece una de las mayores cargas de capital para las inversiones en Capital Privado

Tipo de activo	Carga de capital media estimada <sup>1</sup>
Capital Privado	49%
Renta variable OCDE <sup>2</sup>	39%
Inversiones en infraestructura	30%
Activos inmobiliarios	25%
Bonos soberanos no EEE <sup>3</sup>	0 - 4,5% <sup>4</sup>
Bonos soberanos EEE <sup>3</sup>	0%

Sería beneficioso que Solvencia II desarrollara el tratamiento del activo, como ha hecho con otros

La mayor carga se justificó por la iliquidez e imprevisibilidad del activo, pero ya se ha demostrado excesiva:

- las inversiones en Capital Privado son muy diversas, por lo que requieren de una mayor flexibilidad en los consumos de capital para adaptarse a las particularidades de cada una
- la mayor experiencia en la gestión del activo permite estimar mejor los flujos de caja de las inversiones

La norma debe reconocer esta evolución, como ya ha hecho para otros activos

- La promoción de activos alternativos es un factor clave para el sector en el contexto de bajos tipos de interés
- En 2016, ya se redujo la carga de capital de los fondos de infraestructura de un a 49% a un 30%
- La reducción para los fondos de infraestructura ha tenido un impacto muy positivo, impulsando la inversión en los mismos

**29%**

CAGR 17-19 del volumen de inversión de aseguradoras en fondos de infraestructura

**4%**

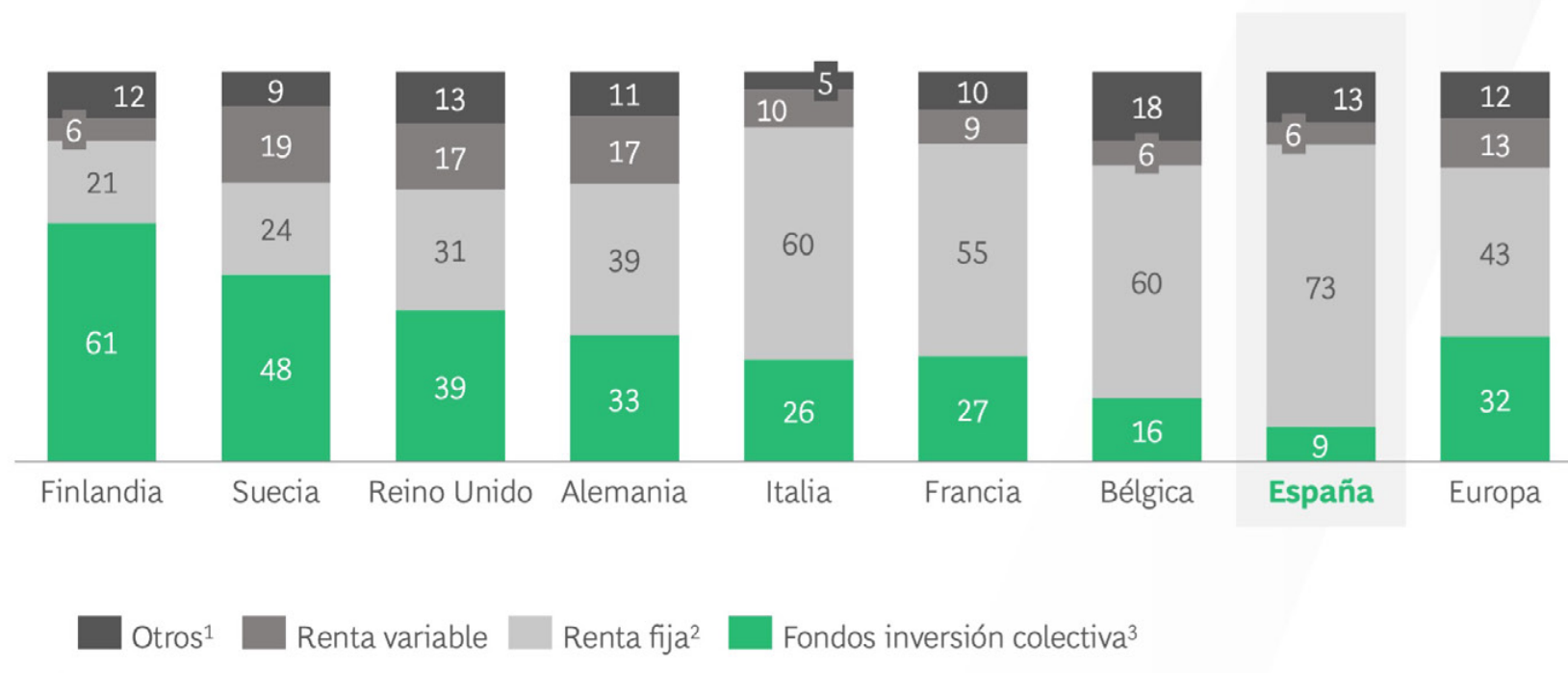
CAGR 17-19 volumen total de inversión de aseguradoras

1. Las cargas de capital indicadas son las estándar previstas para cada uno de los activos en el Reglamento Delegado (UE) 2015/35. No obstante, se pueden (i) reducir en determinados supuestos específicos (p.e. en inversiones en renta variable OCDE a largo plazo se reducen al 22%) o (ii) ajustar levemente (i.e. ajuste simétrico a los coeficientes de Capital Privado y renta variable OCDE de acuerdo con publicaciones mensuales de la UE. Por ejemplo, el ajuste vigente a 30/11/2020 es -1,73%) 2. Acciones cotizadas en mercados regulados de la OCDE 3. Espacio Económico Europeo 4. Según la calificación crediticia (siendo 0% si es al menos AA y 4,5% si es B o inferior)  
Fuente: EIOPA (2019); análisis BCG



# Las aseguradoras españolas invierten con mayor intensidad en activos con flujos previsibles, como la renta fija

% de inversión sobre las carteras de las aseguradoras por país (T3 2020)



Destinos de inversión más tradicionales

- La estrategia de inversión de las aseguradoras **españolas** se centra principalmente en activos de **renta fija** (deuda estatal y corporativa)
- Esta tendencia se explica principalmente por la **rentabilidad** histórica de estos activos y la preferencia de las aseguradoras por activos con un nivel de **riesgo más reducido**
- Este perfil de inversión contrasta con el resto de países de **Europa**, donde la **inversión en estos activos es un ~40-50% inferior**

1. Incluye bonos estructurados, valores colateralizados, efectivo y depósitos, hipotecas y préstamos, inmuebles y otras inversiones no categorizadas 2. Bonos de deuda estatal y corporativa 3. Incluye fondos de renta variable, de deuda, de real estate, de activos alternativos, de Capital Privado y de infraestructura  
Fuente: EIOPA



# Las aseguradoras y fondos de pensiones en España, en líneas generales, tienen menos experiencia invirtiendo en Capital Privado que en otros activos

**La renta fija permitió obtener buenos retornos con un activo que conocían muy bien, y de fácil contratación, lo cual también es aplicable a la renta variable**

“ Puedo invertir en activos cotizados con un solo clic, mientras que para invertir en Capital Privado, debo hacer una due diligence y diversos procesos que son más complejos”

LP<sup>1</sup> nacional

“ Tengo todavía saldos vivos de renta fija a muy buenas rentabilidades, aunque me quedan menos que antes”

GP<sup>2</sup> nacional

**El Capital Privado es un activo más complejo y que requiere de capacidades especializadas que están disponibles en el mercado**

“ No hay una barrera de entrada en el activo si tienes interés en invertir en Capital Privado, ya que se puede acceder a recursos externos que te facilitan todo lo necesario para empezar a invertir”

LP<sup>1</sup> nacional

“ Hay asesores especializados que te pueden prestar un asesoramiento integral para iniciarte en la inversión en el activo, y también asesores con los que cubrir solo partes del proceso a medida que desarrollas tus capacidades”

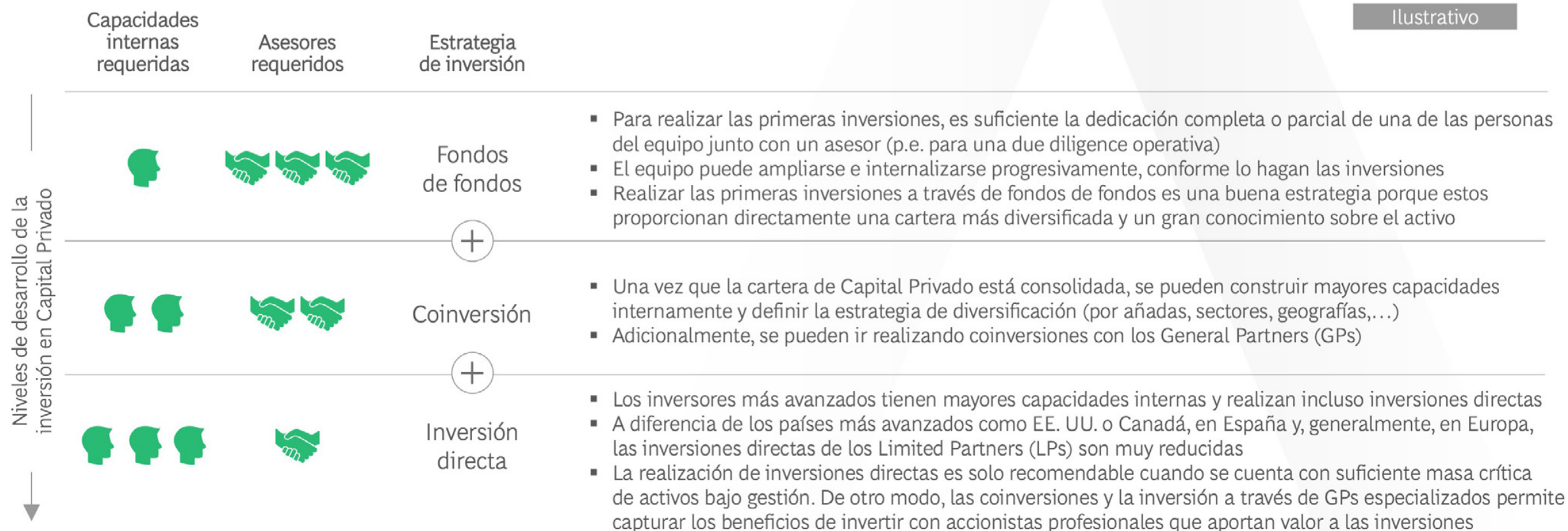
LP<sup>1</sup> internacional



# Las capacidades a desarrollar para invertir en Capital Privado no son una barrera de entrada significativa, habiendo asesores especializados para hacerlo

## Proceso gradual de desarrollo de las capacidades internas

Ilustrativo





# Hay factores que podrían favorecer la inversión en Capital Privado en el futuro

## Contexto económico de tipos bajos a l/p<sup>1</sup>



No se espera que vayan a subir los tipos de interés, y la inflación generada en los activos financieros no permite esperar buenas rentabilidades en los próximos años

## Interés creciente de aseguradoras



Las aseguradoras cada vez tienen más track record y experiencia con el activo, y son cada vez más las noticias de nuevos proyectos de inversión en Capital Privado (p.e. Mutua Madrileña, Mapfre, Santa Lucía):

- nuevos players invirtiendo
- inversión en mayores proporciones utilizando la parte de provisiones técnicas, además de los fondos propios, que hasta ahora apenas habían utilizado para invertir en Capital Privado

## Nueva regulación



- La reforma de la normativa de pensiones, a falta del detalle de la reforma, por la información publicada, previsiblemente favorecerá los planes de empleo a medio-largo plazo, incluso pudiendo suponer un incremento efectivo del volumen gestionado por los fondos de pensiones en total. Sin embargo, a corto plazo, probablemente reducirá las aportaciones
- Se espera que los desarrollos de Solvencia II flexibilicen y ajusten aún más los niveles de consumo de capital de la inversión en alternativos



# Recomendaciones







# Actuaciones recomendadas para incrementar los niveles de inversión de aseguradoras y fondos de pensiones en Capital Privado

## Recomendaciones al sector de Capital Privado



- 1 Dar mayor visibilidad a los atractivos retornos que se obtienen (rentabilidad, impacto social, sostenibilidad, gobierno corporativo, etc.), con informes periódicos del sector, como en otras geografías
- 2 Reforzar el enfoque en el asesoramiento y adaptación del servicio a inversores institucionales

## Recomendaciones a las aseguradoras y fondos de pensiones



- 3 Trabajar con el regulador en adaptar una normativa más favorable, como el modelo y normativa de pensiones; y la normativa de Solvencia II, tanto en la UE como en su trasposición e interpretación nacional
- 4 Seguir profundizando en el conocimiento del activo, para alcanzar más rápido los niveles de sofisticación y experiencia que las aseguradoras y fondos de pensiones ya tienen con otros activos

## Recomendaciones al regulador



- 5 Fondos de pensiones individuales:
  - revisar la legislación de comisiones en cascada
- 6 Fondos de empleo:
  - flexibilizar coeficientes de inversión
- 7 Aseguradoras: flexibilizar consumos de capital
  - desarrollar la normativa con la UE sobre Solvencia II, de tal forma que se apliquen modelos estándar de consumo de capital más ajustados al riesgo de la inversión en alternativos
  - adaptar la trasposición de Solvencia II en España de forma que permita el desarrollo y aplicación de modelos internos de consumo de capital
- 8 Incrementar la inversión de las pensiones públicas en Capital Privado (como el modelo sueco), flexibilizando la política de inversión en deuda pública adoptada por el Comité de Gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social



## Autores

---



### **Aquilino Peña**

Presidente de ASCRI y  
socio fundador de Kibo Ventures

### **Oriol Pinya**

Vicepresidente de ASCRI y  
CEO y cofundador de Abac Capital

### **José Zudaire**

Director General de ASCRI

### **Ángela Alférez**

Directora de Estudios de ASCRI



### **Rafael Rilo**

Managing Director and Senior Partner  
Responsable de BCG Iberia  
Boston Consulting Group

### **Miguel Sánchez**

Managing Director and Partner  
Boston Consulting Group

### **Ignacio Serra**

Associate Director  
Boston Consulting Group

### **Patricia Durán**

Consultora  
Boston Consulting Group

## Colaboradores

---

Este informe ha sido realizado por BCG en colaboración con ASCRI, cuyos miembros han mostrado en todo momento la máxima disponibilidad y dedicación. Agradecemos especialmente la inestimable colaboración de Alantra Private Equity, Altamar, Arcano Capital, Axis, BBVA Asset Management, Capital Dynamics, Capital Partners, Casa Grande de Cartagena, Inderhabs, LGT Capital Partners, Loreto Mutua, Mapfre AM, Mutua Madrileña, Orienta Capital y Yielco Investments por su participación. También queremos expresar nuestro agradecimiento a Inverco, Invest Europe, Isabel Rodríguez (King & Wood Mallesons) y José Martí Pellón (Webcapitalriesgo).

# Aviso legal

Los servicios prestados y materiales elaborados por Boston Consulting Group S.L. (BCG) están sujetos a las Condiciones Generales de BCG (copia de las cuales puede solicitarse).

Las evaluaciones proyectadas, así como las conclusiones contenidas en estos materiales, se basan en metodologías estándar, no representan previsiones definitivas y no están garantizadas por BCG. BCG ha utilizado datos y previsiones públicos de fuentes consideradas fiables, pero no ha verificado de manera independiente los datos y supuestos utilizados en estos análisis. Los cambios en los datos o supuestos operativos subyacentes pueden afectar los análisis y las conclusiones. BCG no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración. BCG no se compromete a actualizar estos materiales después de la fecha del presente documento, aún cuando dicha información devenga obsoleta o inexacta.

BCG no emite opiniones ni valoraciones imparciales sobre operaciones de mercado, por lo que estos materiales no deben interpretarse como tales y nadie debe basarse en ellos en calidad de tales. BCG no proporciona asesoramiento jurídico, contable o fiscal y un asesoramiento imparcial sobre estos asuntos podría afectar a las recomendaciones y análisis realizados en el presente documento.

Este informe no contiene recomendaciones ni asesoramiento en materia de inversión. Cualquier agente, persona física o jurídica, que realice inversiones debe tomar sus propias decisiones, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los asesores que considere oportunos, no estando este informe orientado a dicho propósito. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes o responder a los objetivos de inversión de todos los inversores. BCG no asume responsabilidad alguna por cualquier resultado obtenido en la realización de cualquier inversión si se hubiera utilizado este documento o parte de su contenido, ni sobre cualquier pérdida directa o indirecta en dichas inversiones.

El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. El resultado de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial.

The BCG logo is rendered in a bold, black, sans-serif font. The letters are closely spaced, with the 'B' and 'C' sharing a vertical stroke on the left side. The 'G' has a thick, rounded bottom curve. The logo is positioned on the left side of the image, superimposed over a background of curved, grid-like lines that create a sense of depth and perspective.

**BCG**

---

[bcg.com](http://bcg.com)