

Trabajo de Fin De Grado

**La conexión de la Banca Privada y el Capital Riesgo
mediante la Tecnología Financiera**



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Autor: Javier de Jaime

Director: Ignacio Prieto Funes

Madrid | marzo 2024

Resumen:

La cartera tradicional del inversor particular compuesta en un 60% bolsa y un 40% bonos está empezando a causar disconformidades por motivos de diversificación y rentabilidad. Estos inversores demandan cada vez más una exposición mayor a los activos alternativos privados, los cuales históricamente, debido a las grandes complejidades que presentaban, han estado reservados para los inversores institucionales. Pese a que los inversores particulares cuentan con un 50% del total de la riqueza mundial, este tipo de inversores solo cuenta con un 16% del total de los activos alternativos bajo gestión, mientras que el 50% de la riqueza restante está en manos de institucionales, los cuales están sobre alocados en este activo. Recientemente, las gestoras de alternativos, han localizado la oportunidad que hay en este mercado y, con el objetivo de complementar el levantamiento de fondos tradicional de institucionales han creado vehículos con estructuras diseñadas para aquellos que no habían podido invertir hasta ahora (Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habbel, M., 2023).

Palabras clave: Banca Privada, Capital Riesgo, Tecnología Financiera, Activos Alternativos, Fondos Semi Líquidos, Fondos Abiertos

Abstract:

The traditional retail investor portfolio of 60% equity and 40% bonds is beginning to cause dissatisfaction for diversification and return reasons. These investors are increasingly demanding greater exposure to private alternative assets, which historically, due to their complexities, have been reserved for institutional investors. Although retail investors account for 50% of global wealth, they only hold 16% of alternative assets under management, while the remaining 50% of wealth is in the hands of institutional investors, who are over allocated to this asset. Over the last years, alternative asset managers have spotted the opportunity in this market and, with the aim of complementing the traditional institutional fundraising, they have launched vehicles with structures for those who have not been able to invest until now (Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habbel, M., 2023).

Key words: Wealth Management, Private Equity, Financial Technology, Alternative Assets, Semi Liquid Funds, Open-ended Fund

Índice de Contenido

I.	Introducción	5
1.	Descripción general y justificación de interés.....	5
2.	Objetivos	7
3.	Metodología	9
II.	Marco Teórico	12
4.	La banca privada, el capital riesgo y la aparición de la tecnología financiera	12
4.1.	Análisis detallado de la banca privada	12
4.1.1.	Entidades de asesoramiento financiero (EAF) e Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).....	14
4.1.2.	Captación de fondos y estrategias de inversión	15
4.2.	Análisis detallado del capital riesgo	18
4.2.1.	Captación de fondos y modelo operativo	19
4.2.2.	Mercado secundario.....	22
4.3.	El mercado de las <i>fintech</i>	24
4.3.1.	Valor añadido de la tecnología financiera	26
5.	Tipología, evolución y expectativas del mercado de los activos alternativos.....	26
5.1.	Características y tipos de activos alternativos	26
5.2.	Evolución histórica del mercado y perspectivas de crecimiento	28
5.3.	Análisis de la problemática: Estructuras operativas complejas, liquidez del mercado y mínimos de inversión	30
III.	Análisis Cualitativo	32
6.	Fondos <i>evergreen</i> o semi líquidos.....	32
6.1.	Características y ventajas (suscripciones, liquidez, curva J).....	34
6.2.	Ejemplos de gestoras que ofrecen la opción a particulares.....	37
7.	Inversión comercial a través de <i>feeder funds</i> y <i>feeder SICAV's</i>	40
8.	Plataformas de inversión tecnológicas	43
8.1.	Plataformas <i>B2B</i>	43
8.2.	Plataformas <i>B2C</i> y <i>B2B2C</i>	45
8.3.	Plataformas para un mercado secundario regulado.....	48
IV.	Conclusiones.....	50
V.	Bibliografía	53

Índice de Figuras y Gráficos

Figuras:

Figura 1 – Desglose por segmento del AUM total en el mercado nacional	15
Figura 2 – Tipos de activos alternativos	27
Figura 3 – Estructuras de vehículos para la inversión en alternativos:	33
Figura 4 – Vista simulada del asesor financiero en la plataforma digital de iCapital.....	44
Figura 5 – Proceso de tokenización de un activo	46
Figura 6 - Funcionamiento de las plataformas B2C con vehículos cerrados.....	47

Gráficos:

Gráfico 1 – Rentabilidad - riesgo con y sin alternativos en carteras.....	6
Gráfico 2 – Rentabilidad de la renta variable y el capital riesgo en América y Europa	7
Gráfico 3 – Porcentaje de riqueza mundial entre inversores privados en 2021.....	8
Gráfico 4 - Distribución del patrimonio por categorías.....	17
Gráfico 5 – Número de compañías americanas con mas de \$100 millones en facturación	19
Gráfico 6 – Fondos globales de Capital Riesgo y cuota de inversores individuales	20
Gráfico 7 – Relación TIR-tiempo en primarios vs secundarios (Curva J)	23
Gráfico 8 – Volumen de transacciones de secundarios en capital riesgo	24
Gráfico 9 – Tamaño de mercado de las Fintech	25
Gráfico 10 – Transacciones anuales en el capital riesgo global	28
Gráfico 11 – Fundraising global por tipo de activo de capital privado 2010 – 2028E.....	29
Gráfico 12 – Peticiones de capital y distribuciones en fondos cerrados y semi líquidos.....	35
Gráfico 13 – Exposición a los mercados privados de los fondos semi líquidos.....	37

I. Introducción

1. Descripción general y justificación de interés

Los activos alternativos son todos aquellos que salen del universo de los tradicionales y, por tanto, tienen una baja correlación entre ellos. Al estar negociados en mercados privados, se elimina la alta volatilidad o la Beta¹ que presentan aquellos activos públicos como las acciones o los bonos. No obstante, al no estar cotizados en los mercados de valores, este tipo de activos presentan una alta iliquidez derivado en un riesgo mayor y a su vez en una prima en la rentabilidad. Al tener una baja correlación con los mercados públicos, este tipo de activos presentan una gran fuente de diversificación para los inversores, en los que, en tiempos de incertidumbre en los mercados, pueden seguir generando buenos resultados en las carteras o, por lo menos compensar las pérdidas de los activos tradicionales (Analistas Financieros Internacionales, 2022).

El mercado de activos alternativos como estrategia de inversión ha tenido una excelente trayectoria en los últimos 30 años, posicionándose como el activo más atractivo en términos de rentabilidad-riesgo. Históricamente, los fondos institucionales² han sido los principales inversores en este tipo de activos, especialmente en Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, recientemente se ha producido un claro cambio, ya que los banqueros privados están empezando a mostrar interés por estos activos. Este cambio se debe sobre todo a la voluntad mostrada por sus clientes ante los resultados generados por las mejores gestoras de alternativos. La penetración de la banca privada³ en el capital riesgo en un futuro cercano es inevitable y crucial para el continuo crecimiento de esta clase de activos ya que, los inversores institucionales ya han destinado gran parte de sus recursos y, la captación de fondos debe complementarse con inversores particulares, permitiendo así el futuro

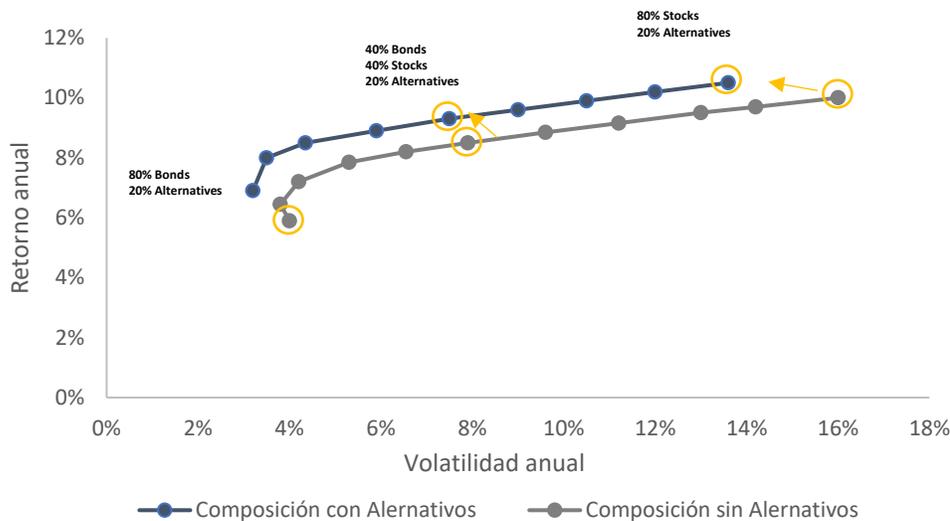
1. **Beta:** Variable que mide el riesgo o volatilidad de una acción con respecto a su mercado (elEconomista s.f.)

2. **Fondos institucionales:** Fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos soberanos

3. **Banca privada:** Aquel departamento de un banco que proporciona servicios de asesoramiento financiero, planificación patrimonial y otros aspectos a clientes del banco con alto patrimonio. (Estrategias de inversión, 2024).

crecimiento del sector y la mejora en la volatilidad y el retorno en las carteras de los particulares (**Gráfico 1**).

Gráfico 1 – Rentabilidad - riesgo con y sin alternativos en carteras



Fuente: Macarrone, D. (s.f.). Morgan Stanley

Por lo mencionado previamente, muchas gestoras patrimoniales⁴ han empezado ya a inclinarse por este tipo de activo y a analizar e investigar cómo podrían invertir en ellos. Además, las propias gestoras de activos alternativos han empezado a abrir durante los últimos años sus propias divisiones de banca privada. Blackstone, Ares y Stepstone son algunos de ellos. Esto se debe a que, para que sus fondos sigan creciendo, deben empezar a mirar más allá de los tradicionales *limited Partners*⁵ e intentar crecer implementando otras vías de financiación, como puede ser la banca privada. Esto último supone un gran riesgo para la banca privada ya que, si sus clientes, cada vez más, exigen invertir en activos alternativos y ellos no son capaces de darles el producto, estos se acabarán yendo a aquellas gestoras de activos alternativos que estén empezando a ofrecerlo. Por tanto, es de vital importancia para los dos sectores encontrar la manera en la que todas las bancas privadas puedan ofrecer este producto de una manera sencilla y rápida.

4. Gestoras Patrimoniales: Referencia al sector de la banca privada que invierte en fondos de inversión

5. Limited Partners: En español socios de responsabilidad limitada, y en adelante *Lp's*, son aquellos inversores cuya responsabilidad recae en la aportación de capital, no intervienen en las decisiones estratégicas y están exentos de posibles obligaciones que pueda tener el fondo en el futuro. (Kenton, 2022).

A lo largo de los años, el capital riesgo⁶ ha demostrado ser una gran fuente de rentabilidad para sus inversores institucionales (**Gráfico 2**). Sin embargo, los inversores particulares siempre han tenido muchos obstáculos a la hora de invertir en ellos, como por ejemplo los altos mínimos de inversión de las gestoras de alternativos, la falta de liquidez, las dificultades para encontrar los mejores fondos, o las estructuras operativas tan complejas que se le planteaba al inversor. Tanto las gestoras de alternativos como la banca privada y las plataformas tecnológicas, están trabajando para encontrar soluciones a este tipo de problemas.

Gráfico 2 – Rentabilidad de la renta variable y el capital riesgo en América y Europa



Fuente: (Rizzato, F., & Shah, K., 2024) iCapital.

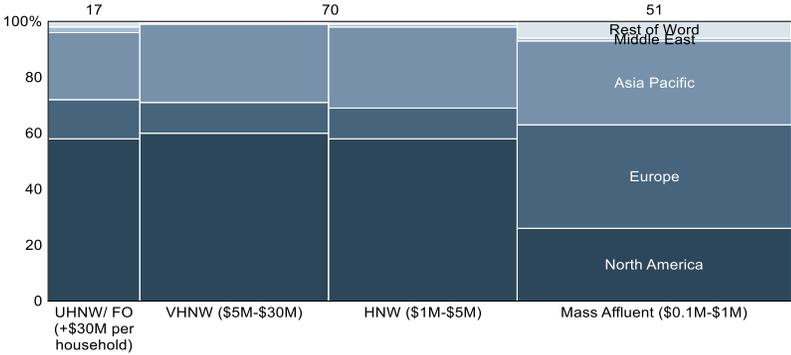
2. Objetivos

El objetivo de este trabajo de fin de grado es investigar y finalmente evaluar la viabilidad de los avances en la tecnología financiera como medio y vehículo de la accesibilidad de la banca privada en los activos alternativos y en particular en el capital riesgo. Dicha transformación está determinada a cambiar significativamente la estructura y la dinámica de los mercados financieros en un futuro cercano y está empezando a producirse en determinadas gestoras de activos.

6. Capital riesgo: “También conocido por la expresión inglesa *private equity*, es una estrategia de inversión temporal en el capital de empresas no cotizadas, con el objetivo de apoyar su crecimiento y expansión”. (Unir, V. 2022)

A día de hoy, los inversores particulares no han tenido una gran exposición a estos activos debido, en gran parte, a la falta de interés de los gestores de alternativos, los cuales se han centrado en el mercado institucional, sin tratar de captar el mercado de los particulares, el cual representa aproximadamente el mismo valor de riqueza que el mercado institucional (**Gráfico 3**). Es por eso que, el tema elegido para este trabajo se considera una gran oportunidad y un gran nicho de mercado para los inversores particulares y las gestoras de alternativos, con el cual se pretende conseguir respuestas y si fuera posible, plantear la manera adecuada para que estos inversores puedan penetrar en el mercado de los activos alternativos.

Gráfico 3 – Porcentaje de riqueza mundial entre inversores privados en 2021



Fuente: (Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habbel, M. 2023) Bain.

La problemática y la razón principal por la que se elabora esta hipótesis es, que el capital riesgo no puede seguir creciendo de aquí a diez años si no es captando los clientes de la banca privada, al haber alcanzado niveles de penetración cercanos a la saturación en los principales inversores institucionales (Leary, K. 2023). Es por ello que este trabajo intenta planificar y proponer una solución por la cual se elabore una integración eficaz en la que ambos mercados se beneficien.

Uno de los problemas que presenta dicha integración, es el *ticket* medio de inversión⁷ que las gestoras de activos alternativos exigen para invertir en sus fondos, y es por ello que

7. Ticket medio de inversión: Promedio de la cantidad invertida de cada inversor

esto será uno de los temas que tratará el trabajo, intentando buscar soluciones y otras vías, principalmente digitales, para hacer posible la accesibilidad de las gestoras patrimoniales a las gestoras de activos alternativos en el corto plazo (Capolaghi, L. 2023).

3. Metodología

El trabajo se dividirá en tres secciones principales, un marco teórico, un análisis cualitativo en el que se realizará un desarrollo para investigar la viabilidad de la integración, y, por último, las conclusiones que se pueden sacar de esta investigación.

En el marco teórico, se establecerán las bases de la banca privada, el capital riesgo y la tecnología financiera para posteriormente profundizar y desarrollar, a lo largo del análisis cualitativo, en cada tipo de negocio, analizar todo tipo de posibilidad que facilite la accesibilidad de los inversores particulares en dichas gestoras. Se explicarán las diferencias, las metodologías y el modelo operativo de la banca privada y el capital riesgo para la captación de fondos, así como para sus estrategias de inversión. Para familiarizarse con la tecnología financiera, se explicará también el concepto de "*Fintech*"⁸, el volumen y crecimiento de mercado junto a su valor añadido para a la sociedad. Mas adelante en el marco teórico, se tratará la evolución histórica del mercado de alternativos, los tipos de activos, las dinámicas y las perspectivas de crecimiento a futuro para analizar si ese interés reciente a estos tipos de activos por parte de los inversores particulares tiene sentido. También se hará un análisis de la problemática explicada anteriormente, donde se concluirán los aspectos encontrados a lo largo del marco teórico que dificulten la entrada de los inversores individuales en los mercados privados para centrar el enfoque en ellos a lo largo del desarrollo de la investigación.

El desarrollo tendrá lugar en la parte de soluciones y estrategias de inversión, donde se hará un enfoque en aquellas posibilidades más acordes a encajar para el inversor

8. Fintech: Abreviatura de *financiamiento tecnología* o tecnología financiera en español, y según la Comisión Nacional del mercado de valores, "Hace referencia a todas aquellas actividades que impliquen el empleo de la innovación y los desarrollos tecnológicos para el diseño, oferta y prestación de productos y servicios financieros". CNMV. (s.f.).

individual, una vez se conozcan en detalle los problemas que hay en este tipo de mercados.

En primer lugar, como una de las principales maneras de penetrar en los mercados privados, se hará hincapié en los fondos semi líquidos (“*evergreen funds*”⁹), donde se comentarán los beneficios que presentan al inversor y la razón por la que están adquiriendo tanta popularidad.

Por otro lado, se destacará la importancia de los *feeder funds*¹⁰ como los principales vehículos y medios para llegar a los fondos de alternativos, ya sean ilíquidos o semi líquidos, y como este tipo de vehículo o *SPV*, por sus siglas “*Special Purpose Vehicle*”, va a ganar más popularidad en este mercado.

Más adelante se comentará el papel vital que tiene la tecnología financiera, en los dos modelos de negocio que se deslumbran. Por un lado, las plataformas *B2B* (*Business to Business* o empresa a empresa) “Sus clientes son empresas que representan sectores específicos del mercado”, (Pipedrive. 2020). Junto a plataformas *B2C* (*Business to Consumer* o empresa a consumidor) “Modelo de negocio en el que una empresa le vende de forma directa al consumidor final”, (Pipedrive. 2020). Ejemplos de plataformas tecnológicas son Allfunds e iCapital, que permiten la conexión entre aquellos distribuidores de fondos, gestoras patrimoniales o bancas privadas, con los fondos de gestoras de alternativos. Además, en el desarrollo se investigarán otras cuestiones relevantes como por ejemplo si es necesario un *feeder fund* del distribuidor, si este lo crea la plataforma o si directamente puede evitarse. El otro aspecto tecnológico a desarrollar se enfoca más en la parte de *B2C* y *B2B2C* y la idea será crear una plataforma que les permita a los particulares distribuir su dinero a un fondo semi líquido, sin necesidad de hablar con su banquero privado, algo parecido a los *brokers*, “Intermediario financiero que facilita la compra y venta de instrumentos financieros en los mercados”, (Banco BiG, 2023). Por último, como otra

9. Evergreen funds o semi líquidos: Fondos que pretenden dar más liquidez de lo que tradicionalmente se ha dado al inversor para esta clase de activos

10. Feeder funds: O en español fondo alimentador, es un vehículo que agrupa el dinero de varios inversores para invertirlo en uno de los fondos más grandes, convirtiéndose el propio vehículo en el *LP* del fondo

solución viable, se comentará la función de las plataformas tecnológicas que proporcionan un mercado secundario¹¹ para los fondos cerrados y los fondos abiertos semi líquidos.

Finalmente, en la sección de conclusiones, se tratará de recopilar todo lo investigado a lo largo del documento y, si fuera posible, encontrar la manera más viable y acorde por la cual los inversores particulares empiecen a invertir en los mercados privados. Además, se tratará de llegar a una serie de conclusiones que traten las consecuencias que esto tendría en el ambiente socioeconómico.

11. Mercado secundario: Consiste en la compraventa de participaciones de fondos ya levantados en un pasado por alguna gestora de alternativos. La compraventa puede ser por parte de inversores individuales o por fondos de otras gestoras.

II. Marco Teórico

4. La banca privada, el capital riesgo y la aparición de la tecnología financiera

4.1. Análisis detallado de la banca privada

Existe otro tipo de banca más allá de las grandes entidades que otorgan hipotecas, préstamos y cuentas de ahorro, y como se ha mencionado previamente, consiste en el asesoramiento financiero a individuos con determinado nivel de patrimonio neto por el cual, se plantean ideas de inversión ajustadas al perfil de riesgo. El trabajo de un banquero incluye aspectos como la protección o planificación del patrimonio, el ahorro y el crédito de cara a la jubilación, el bienestar familiar y la fiscalidad (Mediolanum, 2023). En este negocio, es muy importante la proximidad, la credibilidad y la confianza del cliente hacia el banquero privado, y es una de las razones por las que estos escogen un banco u otro. La proactividad por parte del banquero privado en las inversiones del cliente y el respaldo de una entidad sólida también ejercen presión a la hora de elegir ciertas inversiones.

Por ello, los banqueros privados necesitan tener una serie de habilidades para desempeñar apropiadamente las funciones descritas anteriormente. La vocación es una de las cosas más importantes dada la gran cantidad de horas que las entidades exigen ya que una buena banca privada se basa sobre todo en la cantidad y calidad de la clientela, y la disponibilidad permanente al cliente para estos, es esencial en este tipo de trabajo.

No obstante, además de dominar todo lo citado previamente, los inversores particulares buscan sobre todo un rendimiento atractivo sobre la inversión realizada. “El cliente paga si recibe un valor añadido y, cada vez tiene mejor criterio para diferenciar dónde lo hay y dónde no. Una derivada importante de ese valor añadido está en la rentabilidad que sea capaz de generar al cliente” (Morcillo, S. 2020). Cada vez es más fácil para el inversor identificar el criterio del valor añadido y por ello el banquero debe ser capaz de anticipar con tiempo los ciclos económicos y estar al día de los activos con mejores retornos del mercado. Hoy en día esto se traduce en los activos alternativos.

Existen dos tipos de asesoramiento en la banca privada, el asesoramiento patrimonial y la gestión discrecional de carteras, ambas con sus ventajas y desventajas.

En cuanto al asesoramiento patrimonial, el experto realiza un detallado análisis del perfil del cliente (riesgo y necesidades) con el cual decide una serie de inversiones adaptadas a él, para luego presentárselas y recomendarle las que vea más convenientes, pero el cliente puede optar por hacerlas o no (Asesor, 2021).

En la gestión discrecional de carteras, el cliente acuerda mediante un contrato conceder al gestor la autonomía para tomar decisiones de inversión con su patrimonio. Bajo esta modalidad, el gestor tiene la libertad de determinar, en función de las condiciones del mercado, las inversiones y desinversiones pertinentes en la cartera del cliente, atendiendo siempre al perfil de riesgo del inversor, (Mutua madrileña, s. f.). Bajo este modelo, las inversiones se realizan a través de distintos fondos de inversión en los cuales el cliente, a nivel particular, no tendría la capacidad de invertir directamente ni tampoco gozaría de los bajos costes administrativos que se les proporciona a las bancas privadas debido a un concepto similar al de economías de escala.

Durante esta última década, se ha ido viendo como estas dos metodologías han ido ganando popularidad entre los inversores españoles. Mientras hace veinte años los inversores invertían a nivel particular, sin ningún tipo de asesoramiento, ha habido un cambio en la cultura del inversor, donde cada vez más se busca a un profesional como mediador y asesor. Más allá de esto, el cambio en la regulación europea con la aplicación de la directiva Mifid 2¹² es una buena explicación de que la gestión discrecional que durante muchos años se ha reservado a las grandes fortunas, haya pasado a estar de moda también en inversores medianos y pequeños, y es la metodología de recaudación de fondos con más crecimiento en España actualmente (Cinco Días, 2022). En 2023, el patrimonio gestionado en la banca privada en España creció en 113000 millones con respecto al 2022, obteniendo un total de 726144 millones (Gómez, L., & Contreras, E. 2024,).

12. Mifid 2: *Markets in Financial Instruments Directive*, es el marco normativo que regula los mercados e instrumentos financieros desde 2018, CNMV. (s. f.).

4.1.1. Entidades de asesoramiento financiero (EAF) e Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)

Más allá de la banca privada se encuentran otras opciones de asesoramiento como pueden ser las agencias de valores, las EAF¹³ y las comercializadoras, principalmente.

Las agencias de valores se consideran empresas de servicios de inversión que actúan de intermediarios en los mercados financieros. Ejecutan órdenes de compra o venta de valores para sus clientes, después de haberles asesorados con respecto a su perfil de riesgo. Toman también la definición de *broker* y la particularidad es que se consideran terceros a la hora de invertir para sus clientes porque son meros intermediarios y por tanto no tienen la autonomía para comprar o vender valores por cuenta propia. (Quilez, J. D. 2017).

Las EAF tienen una variedad inmensa de labores para sus clientes. La mayoría de ellas cuentan con su propia gestora desde la cual crean sus propios productos para asesorar a sus clientes a invertir en ellos. Tras la aplicación de la ley Mifid 2, las EAF están obligadas a asesorar a sus clientes desinteresadamente, esto quiere decir que no deberían de recomendarles invertir en un producto suyo solo por conveniencia, sino porque de verdad tiene buena trayectoria. Las EAF, por tanto, además de contar con asesoramiento (patrimonial o gestión discrecional) pueden también actuar como Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, por sus siglas SGIIC ya que tienen personalidad jurídica y no física como se requiere en las SGC (Sociedad Gestora de Carteras). En esta categoría encontramos también los *family offices*¹⁴ y, aun que estas no suelen tener su propia gestora, ayudan con el asesoramiento financiero de distinto tipo ya sea a una sola familia o a muchas. (Quilez, J. D. 2017).

Las comercializadoras son aquellas entidades que ayudan a sus clientes a contratar fondos de inversión adaptados a su perfil y, como se puede deducir, existen aquellas que son

13. EAF: Entidades de Asesoramiento Financiero

14. *Family Offices*: Oficinas familiares cuya responsabilidad es la gestión patrimonial de la misma

independientes y contratan fondos de gestoras desinteresadamente y aquellas EAF que actúan como comercializadoras para los fondos de inversión de su propia gestora (Quilez, J. D. 2017).

Las IIC o Instituciones de Inversión Colectiva son aquellas que captan fondos de muchos individuos para posteriormente invertirlos en diferentes clases de activos financieros, o no financieros. Dentro de las denominadas instituciones se encuentran los Fondos de Inversión (FI) y las Sociedades de Inversión (SI), donde se distingue entre mobiliarias, inmobiliarias y capital variable. La diferencia entre ambas se basa en la personalidad jurídica, ya que las SI suelen ser sociedades anónimas, y en que al invertir en una SI se obtendría una acción y en un FI una participación (Inverco, s.f.).

A continuación, la **Figura 1** muestra el desglose del peso sobre el patrimonio total del mercado español gestionado por cada uno de los segmentos. Como era de esperar, la banca privada lidera el ranking con una enorme ventaja, lo que demuestra una vez más la importancia de dicha integración.

Figura 1 – Desglose por segmento del AUM total en el mercado nacional

<u>Segmento</u>	<u>% del AUM Total</u>
• Segmento 1 (bancas privadas):	61%
• Segmento 2 (fo, mfo, independientes):	8%
• Segmento 3 (planes de empleo):	6%
• Segmento 4 (compañías de seguro):	25%

Fuente: Oscar. (2023, May 3). Fundspeople

4.1.2. *Captación de fondos y estrategias de inversión*

Durante los últimos años, la gestión discrecional de carteras en España como método de venta de suscripciones a IIC ha crecido mucho y todo apunta que lo seguirá haciendo. En los tres primeros trimestres del año 2021, el patrimonio distribuido de la gestión discrecional y el asesoramiento patrimonial en IIC fue de 170,000 millones de euros de los

cuales 105,000 millones de euros provienen de la gestión discrecional de carteras (Ponz, C. 2022). Se entiende que la preferencia por esta metodología es favorable para la penetración de las gestoras patrimoniales en el *private equity*¹⁵, dado que la necesidad de liquidez por parte del cliente suele ser menor y por tanto esta amenaza a nivel particular podría pasar a un segundo plano. Seguidamente, la cifra estimada de patrimonio en gestión discrecional a septiembre de 2023 alcanza los 109,000 millones de euros, casi un 7% más con respecto al 2021 pese al marco macroeconómico y a la reducción del ahorro del 2023, y un total de 212,000 millones junto al asesoramiento en IIC (Inverco¹⁶, 2023).

Por otro lado, los fondos de inversión españoles cerraron el 2023 con números inesperadamente buenos. Tan solo con nuevas suscripciones levantaron 18,360 millones de euros y en cuanto a patrimonio pasaron de los 306,000 millones a los 348,000 millones, según los informes trimestrales de los dos últimos años (Inverco, 2023). En cuanto a las SICAV¹⁷ españolas, sin embargo, los últimos años no han sido muy favorables. En 2022 registraron un patrimonio de 16,182 millones de euros, mientras que en 2023 terminaron el año con 15,968 millones de euros (Inverco, 2023). Esto se debe en su mayoría, al cambio en la regulación de la tributación de las SICAV, ya que antiguamente estas tenían muchas ventajas fiscales muy atractivas para los inversores, sin embargo, esto ha ido cambiando a lo largo de los años. Se entiende que este aumento en los FI y disminución de las SI puede ayudar también a fomentar dicha penetración en el capital riesgo dado que desde donde invierten estos son FI.

Cuando se habla de las estrategias de inversión de las gestoras de banca privada, existen varios tipos. Por un lado, hay fondos de renta fija, más conocidos como aquellos que invierten en bonos gubernamentales y corporativos o instrumentos de poca volatilidad con un perfil de bajo riesgo en el que el propio activo financiero genera unas rentas estables

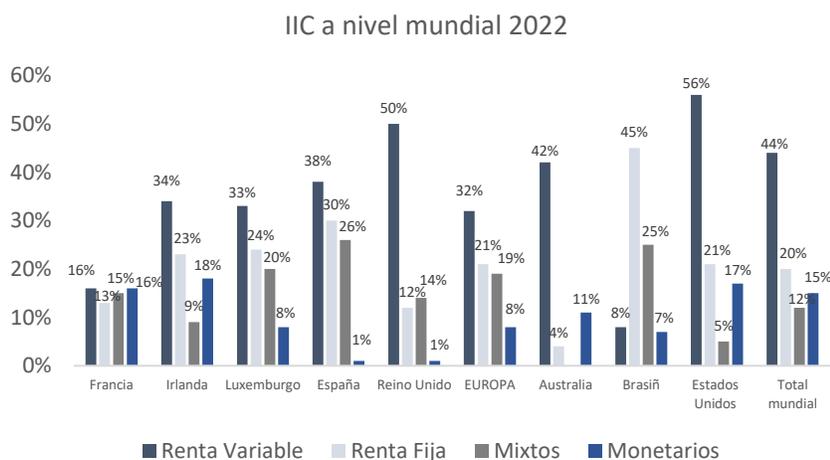
15. Private equity: Capital riesgo

16. Inverco: Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

17. SICAV: Sociedad de Inversión de capital variable que a diferencia de los fondos si que tienen forma societaria y deben contar con al menos 100 accionistas, pero en muchos casos el verdadero dueño controla casi todo el capital (Expansión. s. f.).

para el inversor durante un periodo de tiempo. La otra gran vertical es la renta variable, cuyos fondos invierten en instrumentos más arriesgados y volátiles, principalmente acciones de los mercados cotizados, con las que la rentabilidad puede llegar a ser mayor. Combinando la renta fija con la renta variable, aparecen los fondos mixtos cuya estrategia de inversión, como su nombre indica, consiste en combinar ambas estrategias para diversificar la cartera de los inversores. Otro de los fondos muy utilizados por las gestoras patrimoniales son los monetarios, los cuales invierten en renta fija de muy poco riesgo como letras del tesoro, generando una liquidez muy atractiva para los inversores (Bankinter, s. f.). Existen muchos otros fondos, como por ejemplo los ETF¹⁸, que pretenden imitar un índice de bolsa, los fondos euro y no euro, fondos inmobiliarios, fondos de fondos o los fondos de alternativos, en los que la banca privada tiene una penetración menor (Inverco, s.f.).

Gráfico 4 - Distribución del patrimonio por categorías



Fuente: (Inverco, A. 2023).

Como se puede apreciar en el **Gráfico 4**, la renta variable encabeza la distribución del patrimonio de las IIC en España y Europa, seguido de la renta fija y los fondos mixtos. La ausencia de los alternativos en el gráfico muestra una vez más la poca exposición que le dan las gestoras de las IIC a esta clase de activo.

18. ETF: Exchange – Traded fund o fondo cotizado

4.2. Análisis detallado del capital riesgo

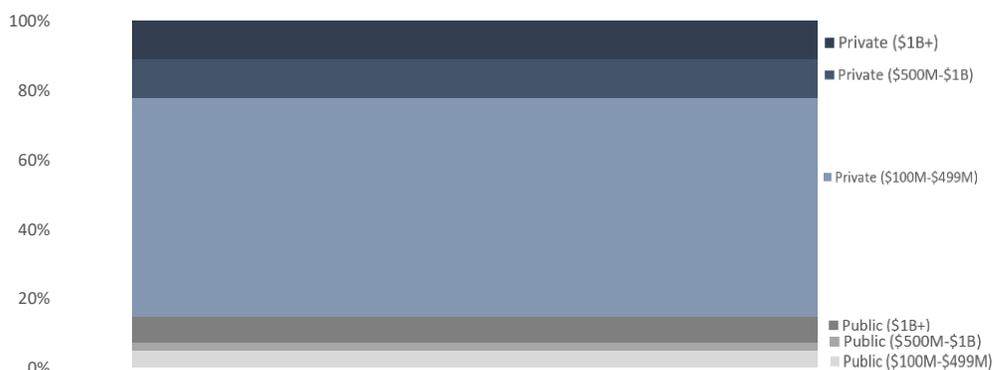
El capital riesgo es una de las ramas más importantes del mercado de los activos alternativos, la cual ha demostrado tener la mejor trayectoria durante las últimas dos décadas tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional con una rentabilidad media del 14% versus 8% de la renta variable (Hita, E. 2021). La mecánica detrás de esta clase de activo consiste en financiar y aportar al crecimiento de empresas privadas durante un periodo de 5 o más años para posteriormente venderlas a un precio más alto, generando un retorno para la sociedad de capital riesgo y sus inversores. Cuando las casas de capital riesgo miran un negocio, normalmente tratan de comprar una mayoría de las acciones, para poder tener un consenso en las decisiones del consejo y así tener control sobre todo lo que se haga en el proceso de crecimiento (Canfranc, M. R. 2020).

Se trata de una clase de activo con un modelo operativo más arriesgado de lo habitual para los inversores, ya que, a la hora de comprar empresas, la firma de capital riesgo utiliza una mayor cantidad de deuda que levanta de bancos o fondos de deuda. La proporción suele estar entre el 70% de deuda y 30% fondos propios y, aunque sea más arriesgado, esto le permite al capital riesgo mejorar su tasa interna de retorno, ya que, al ser la deuda más barata, cuanto más puedan poner de esto y menos tengan que poner de su dinero, mejor será la tasa interna de retorno¹⁹. (De las Casas, J. 2022).

Las rentabilidades de estos procesos del capital riesgo suelen estar en torno a un 20% bruto (El Economista, s. f.). En los últimos 25 años, el capital riesgo a nivel mundial ha alcanzado un retorno neto del 14%, mientras el índice MSCI solo ha llegado al 7%. Además, menos del 15% de las compañías con más de 100 millones de facturación son cotizadas (**gráfico 5**), lo que significa que los inversores particulares están menos expuestos a la economía global. Esto explica una vez más la creciente demanda de inversiones alternativas que ha surgido en particulares a lo largo de los últimos años (Skolnik, O. Habel, M. Rainey, B. De Mol, A. Ramaswami, I., 2023)

19. Tasa interna de retorno (TIR): Indicador que representa la tasa de rentabilidad de una inversión determinada

Gráfico 5 – Número de compañías americanas con mas de \$100 millones en facturación



Fuente: (Skolnik, O. Habbel, M. Rainey, B. De Mol, A. Ramaswami, I., 2023). Bain.

4.2.1. Captación de fondos y modelo operativo

El 30% de los fondos propios que se utilizan en la compra de una empresa se refiere al dinero levantado en el fondo de la firma de capital riesgo desde el cual está invirtiendo en ese momento. Este dinero ha venido durante décadas de los grandes inversores institucionales debido a los altos mínimos de inversión. Estos, al invertir en un fondo de capital riesgo, se convierten en socios de responsabilidad limitada (*Lp's*), siendo la gestora del fondo, el administrador (*Gp*)²⁰. La diferencia entre estos dos términos no es más que la responsabilidad y exposición que tiene cada uno en el fondo, es decir, mientras los *Lp's* solo pueden perder el dinero que invierten en el fondo, los *Gp's* se responsabilizan de aquellas deudas y obligaciones que pueda tener el fondo en caso de una actuación negativa y son los que controlan las decisiones de los fondos. (Kenton, 2022).

Los institucionales normalmente cuentan con terceros que asesoran a la hora de invertir en el fondo de una casa de capital riesgo. Blackstone, KKR y Carlyle son algunas de las gestoras de *private equity* más conocidas y, por poner un ejemplo, Hamilton Lane²¹ puede ejercer de asesor al fondo de pensiones correspondiente para recomendarle en qué destaca cada una de las tres, para que el institucional decida en que quiere tener más exposición durante los próximos años. Además de asesores a los grandes institucionales,

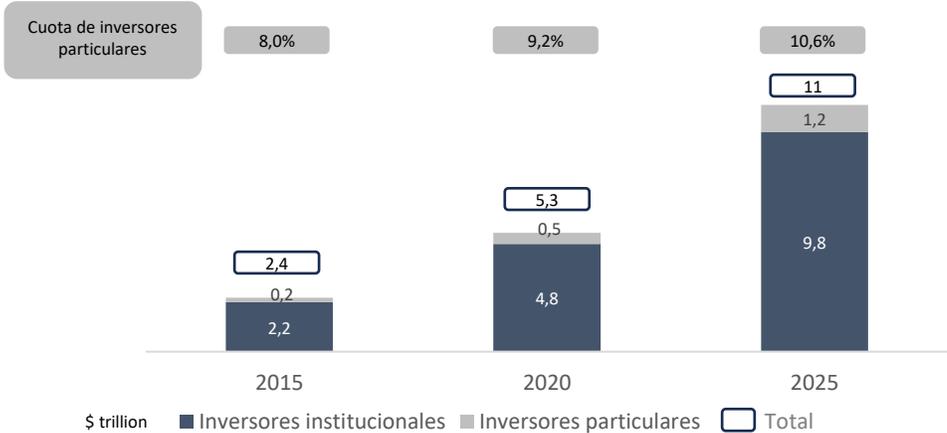
20. Gp: *General Partner* o administrador

21. Hamilton Lane: Gestora internacional de inversiones que ofrece soluciones de gestión de activos, datos y tecnología, estrategias de patrimonio privado y servicios de sostenibilidad.

los terceros como Hamilton Lane pueden ayudar también a inversores más pequeños, conectándoles con firmas de capital riesgo que estén captando fondos, a través de un fondo alimentador, cuya estrategia será investigada más adelante como una posible manera de que se realice la integración (S. Burns, W. Charlton and D. Hyman, 2019).

No hay duda de que las gestoras de capital riesgo van a empezar a levantar fondos con dinero particular una vez se haya puesto una solución al problema que hay con los mínimos de inversión, a los cuales solo llegan los institucionales y unos pocos individuos de alto patrimonio. Esto no quiere decir que vayan a dejar de hacerlo con institucionales. De hecho, estos van a ser los que sigan controlando la mayoría del mercado, pero su porcentaje va a disminuir a lo largo de los años con respecto al particular. En el año 2020, los inversores institucionales tenían un 90,8% del capital levantado destinado al capital riesgo, mientras que la estimación para el 2025 es de un 88,4% (**Gráfico 6**). (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F., 2022).

Gráfico 6 – Fondos globales de Capital Riesgo y cuota de inversores individuales



Fuente: (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F., 2022). BCG & iCapital

En cuanto al proceso de levantar fondos en las firmas de capital riesgo, invertir en uno de sus fondos significa dar lo que se conoce como un “*capital commitment*”²². Estas suscripciones funcionan como compromisos por parte de los inversores a dar al fondo un capital determinado, por el cual la gestora lo podrá recolectar cuando lo necesite,

22. Capital commitment: Capital comprometido o suscripción al fondo

conocido como “*capital calls*”²³. Las gestoras no necesitan todo el dinero que han levantado en el nuevo fondo desde el primer día, y por tanto el dinero que se invierte en el fondo no se transfiere hasta que no se haga la petición. El grueso de estas suele ocurrir durante los primeros cinco años, lo que se conoce como el periodo de inversión, pero el capital comprometido, en caso de no haber sido recolectado, debe de estar disponible y guardado hasta el cierre del fondo. (Latta, A. 2017). Este ha sido otro de los principales problemas por los que el inversor particular no ha podido acceder a las gestoras de alternativos, dada la imposibilidad de asegurar el capital comprometido en el largo plazo.

El modelo operativo del capital riesgo se basa en los *LBO*²⁴. Como ya se ha mencionado, estos fondos se dedican a la compra venta de empresas utilizando una mayor cantidad de deuda para mejorar sus retornos. En la práctica, la gestora del fondo suele crear una sociedad de inversión como vehículo o una SPV (*Special Vehicle Purpose*), donde se adquiere la compañía. La firma se hace con las suscripciones de los *Lp*'s, y entre esta fecha y la fecha de cierre, se producen las peticiones de capital transferidas al SPV y la transferencia de la deuda previamente acordada con un financiador. Posteriormente se realiza un contrato de compraventa entre el vehículo y la sociedad y, en algunas ocasiones se pueden llegar a fusionar, aunque se podrían generar problemas de asistencia financiera²⁵ (Abogados, A. 2023).

23. Capital call: Llamada de capital o petición del dinero comprometido

24. LBO: Por sus siglas *leveraged buy out* o, compras apalancadas en español, que consisten en utilizar una cantidad significativa de deuda la compra de un activo

25. Asistencia Financiera: Proceso por el cual un tercero desea comprar acciones de una sociedad y pide un préstamo cuya garantía son los recursos de la misma ciudad. Prohibido bajo la Ley de Sociedades de Capital. (Gonzalez, P. 2020)

4.2.2. Mercado secundario

A través del mercado secundario del capital riesgo, se da entrada a nuevos *Lp's* que no pudieron o no quisieron invertir en el momento que se levantó el fondo (primario). Existen tres tipos de transacciones principales en los secundarios explicadas a continuación.

Las primeras y las más comunes hasta 2019 se denominan *LP-led*²⁶ o aquellas que llevan a cabo los propios *Lp's* del fondo. En estas transacciones, un inversor del fondo le vende a otro inversor todos sus derechos y obligaciones con el fondo, ya sean compromisos de capital, o peticiones de capital por efectuar (Espinosa, P. 2023).

Por otro lado, se encuentran las *GP-led*²⁷, y son las transacciones que hoy en día agrupan el grueso de secundarios, organizadas por las gestoras de los fondos. Lo más utilizado en este tipo es lo que se conoce como vehículo de continuación, en la que la gestora decide que tiene que extender el periodo de inversión del fondo, una vez este ha llegado al cierre. En este caso, todas las empresas participadas se mueven a un nuevo fondo controlado por la misma gestora para alargar el periodo de inversión. Los *Lp's* en esta situación tienen la opción de quedarse con la nueva participación o venderla a un comprador secundario (Espinosa, P. 2023).

Como se puede intuir a raíz de lo explicado, los secundarios son una excelente manera de acceder a liquidez en este mercado ilíquido. Vender participaciones es una manera de conseguir un flujo de caja para el inversor, que puede utilizar para nuevas inversiones o para satisfacer su necesidad de capital, permitiendo además un retorno de una manera más rápida y una curva *J*²⁸ completamente recta. (**gráfico 5**). Otra de las ventajas del mercado secundario es la mitigación del riesgo en un fondo ciego. Los *Lp's*, como se ha comentado, dan compromisos de capital al fondo sin este haber empezado a invertir en una cartera

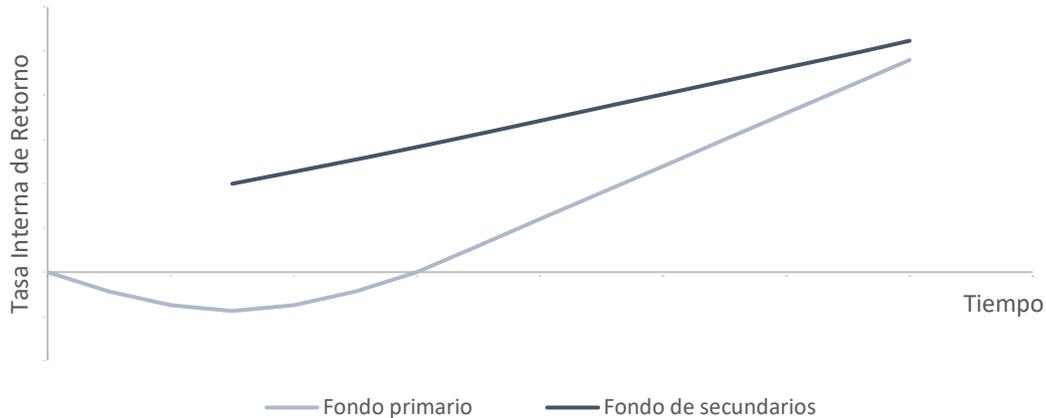
26. LP-led: Las organizadas y encabezadas por los socios de responsabilidad limitada

27. GP-led: Las organizadas y encabezadas por los propios administradores del fondo

28. Curva J: Curva que muestra el retorno de las inversiones realizadas en el capital riesgo (Kenton, W. 2019). Explicado en más detalle en la página 35 para su correspondencia con los fondos semi líquidos

(fondo ciego). Con los secundarios, este riesgo desaparece, pues las participaciones, ya sean LP-led o GP-led empiezan a venderse una vez el fondo tiene una cartera construida (**Gráfico 7**).

Gráfico 7 – Relación TIR-tiempo en primarios vs secundarios (Curva J)

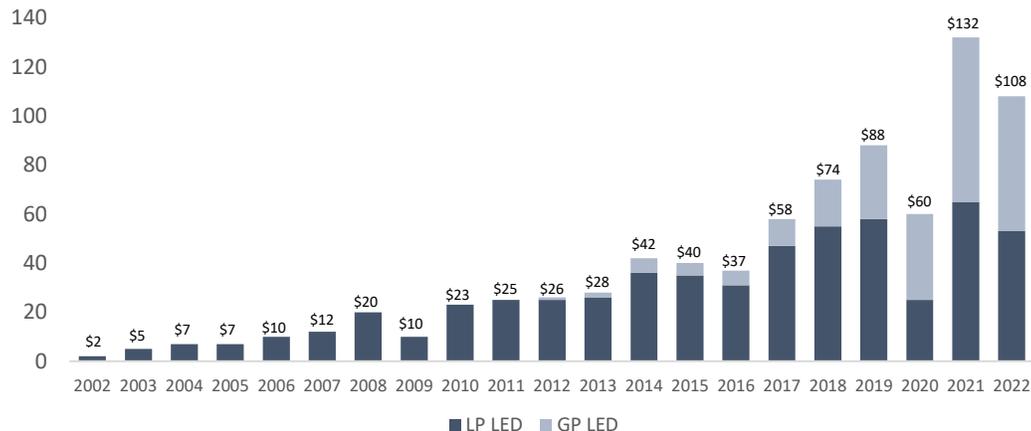


Fuente: (Espinosa, P. 2023). Moonfare.

Por otro lado, se encuentran los fondos de secundarios, muy diferentes a los tipos de transacciones explicadas previamente ya que estos tienen un gestor que crea una cartera de secundarios de capital riesgo, ya sea en transacciones *LP-led* o *GP-led* (Potter, M. 2023). Estos fondos tienen muchos beneficios, ya que permiten diversificar, acceder a alternativas mediante unos costes de gestión más bajos y obtener mayor flexibilidad en cuanto a liquidez.

Cabe destacar el repunte en transacciones que ha experimentado este mercado durante los últimos años y en particular desde el 2021 (**Gráfico 8**). La razón es sencilla, ya que una de las salidas más típicas de las gestoras de capital riesgo para vender una empresa es a través del mercado primario o la salida a bolsa y, dado que en 2021 y 2022 las valoraciones de las empresas cotizadas cayeron, los fondos alargaron las salidas de sus participadas. En Estados Unidos, las salidas de PE cayeron un 66% y en Europa un 45%. Para los *Lp's*, esto supuso una necesidad de capital enorme dado que pensaban que iban a recibir liquidez de sus inversiones ese año y en cambio, el periodo de inversión se alargó, forzando a estos a buscar otras soluciones de liquidez como los secundarios (Potter, M. 2023).

Gráfico 8 – Volumen de transacciones de secundarios en capital riesgo



Fuente: (Potter, M. 2023) Pitchbook.

En cuanto al año 2023, el valor de las compañías que las firmas de capital riesgo no han vendido está registrado en \$3,2 trillones, un máximo histórico. Por ello, los fondos de secundarios han levantado un 92% más de capital en el 2023 con respecto al 2022, ya que el alargue del periodo de inversión de los fondos primarios para 28000 empresas a nivel global presenta una oportunidad única en este mercado. Además, se espera que los secundarios sigan creciendo de aquí en adelante con la entrada de los particulares en los mercados privados, como una vía para acceder a liquidez. No sería sorprendente ver todavía más volumen de transacciones en este mercado y un mayor porcentaje atribuido a las *LP-led* durante los próximos años, pese a que el ambiente macroeconómico se estabilice (MacArthur, H. Rainey, B. Skolnik, O. De Mol, A., 2024).

4.3. El mercado de las *fintech*

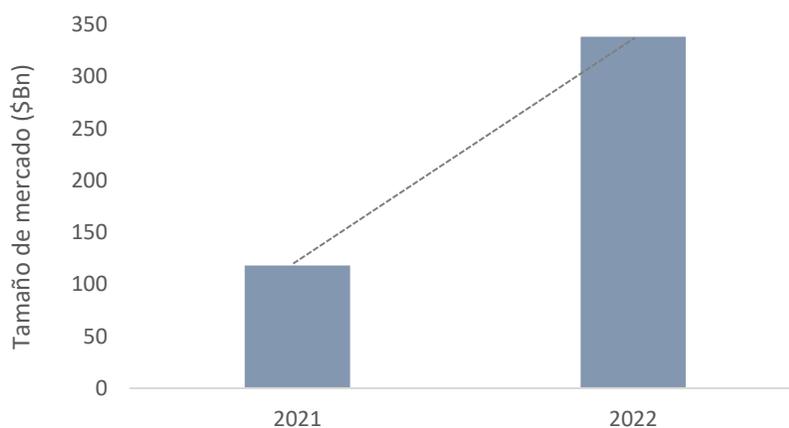
Las *Fintech* son aquellas aplicaciones que así se lo denominan a ellas mismas dada la gran variedad de servicios financieros que proporcionan mediante la tecnología. Como se puede deducir, este tipo de empresas puede operar en cualquier mercado, ya que en la mayoría se puede introducir el concepto de la tecnología para el fin financiero. Es por ello que estas empresas no se asocian a una industria en concreto, sino que cubren los servicios financieros de cualquiera, pero esta investigación se centrará en aquellas aplicaciones o plataformas ligadas a la hipótesis (Morales, R., 2023).

Antes de ello, cabe destacar el crecimiento que ha tenido la industria de las *Fintechs* en los últimos años. El número de startups Fintech paso de 5868 en 2018 a 11651 en 2023. El mismo artículo señala que el financiamiento a este tipo de empresas ha incrementado un 52% desde 2020 y, en 2021 el 52% del dinero invertido de Venture Capitals se atribuye a este sector (Trificana, J. 2023).

Cabe destacar que la mayoría de las *Fintech* ofrecen aplicaciones móviles, soluciones a través de páginas web e interfaces de programación de aplicaciones o *API*²⁹. Estas últimas actúan como herramienta de comunicación entre dos aplicaciones para facilitar una integración eficiente que permita al cliente acceder a soluciones financieras de una manera más sencilla. (Trificana, J. 2023).

Dada la gran cantidad de ventajas que aportan las *Fintech*, como se puede apreciar en el **Gráfico 9**, la industria espera tener un volumen de mercado de 330 billones de dólares para 2028, frente a los 110 billones que obtuvo en 2021, lo que supone un crecimiento del 200% en un periodo de siete años (SiaPartners, 2023).

Gráfico 9 – Tamaño de mercado de las Fintech



Fuente: SiaPartners, 2023

29. API: Application program interfaces o Interfaces de programas para aplicaciones

4.3.1. Valor añadido de la tecnología financiera

Como se ha mencionado previamente, abrir el paso de los mercados privados a los inversores individuales presenta muchas complejidades, muchas de ellas aun por resolver. No obstante, siendo la accesibilidad uno de los principales desafíos, la tecnología financiera está para resolver este dilema en concreto. Con las bajadas de los tickets medios de inversión y los diferentes instrumentos que se están elaborando para acceder a estos fondos, los clientes *retail*³⁰ van a poder tener una mayor exposición a estos activos, pero lo que pretende la tecnología es hacer esta transición todavía más eficiente, con unos requisitos administrativos más bajos y un proceso de menor duración.

Las Fintech han cambiado por completo la manera de ver la gestión patrimonial y la gestión de activos. Hoy en día la demanda en el mercado por un acceso sencillo, comisiones bajas, transparencia y una cartera personalizada ha incrementado mucho y fruto de estas necesidades han nacido las plataformas de inversión, el asesoramiento robótico y la gestión patrimonial a través del móvil. Si se junta esto último con el gran crecimiento que va a tener la industria de las Fintech y el crecimiento esperado en la exposición de los inversores individuales en los alternativos, se puede concluir que las bancas privadas, las EAF y los *family offices* necesitan tener una plataforma digital sólida si desean tener un papel relevante en la gestión patrimonial el día de mañana. Esta plataforma digital deberá incluir su propia plataforma de inversión que conecte a sus clientes con gestoras de capital riesgo o, dada la complicación que supone esto, la plataforma digital del banco deberá al menos tener una conexión con una plataforma de inversión externa que se dedique a conectar distribuidores de fondos con gestoras de alternativos, como puede ser Allfunds o iCapital.

5. Tipología, evolución y expectativas del mercado de los activos alternativos

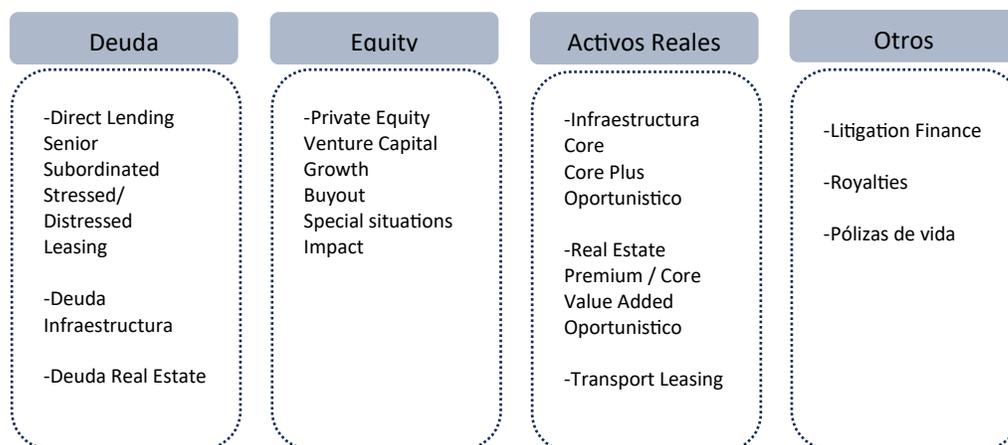
5.1. Características y tipos de activos alternativos

Tal y como se ha mencionado, los activos alternativos son aquellos que no se pueden incluir en la inversión tradicional de acciones y bonos. Es por ello que se considera que el

30. Clientes o inversores retail: Inversores individuales que compran participaciones de menores importes

perfil de rentabilidad – riesgo es distinto y están bien alejados de la volatilidad de los mercados públicos, obteniendo una correlación baja. La iliquidez es otra característica de este tipo de activos, siendo más difícil comprar y vender durante la vida útil de estos. Aunque el riesgo sea mayor y la liquidez menor, este mercado suele tener rendimientos más altos que premien al inversor por asumir esas dos desventajas.

Figura 2 – Tipos de activos alternativos



Fuente: (FundsPeople, 2020). AFI - Asesores Financieros Internacionales.

Como se puede apreciar en la **figura 2**, existen tres ramas principales; la deuda, el equity³¹ y los activos reales. La gran característica que diferencia a estas tres ramas de las inversiones tradicionales es la de los mercados privados. Por otro lado, para invertir en cada una de estas, las gestoras levantan fondos para cada tipo, el cual definirá la estrategia de cada uno. Por tanto, podemos encontrar fondos que invierten en deuda privada con una estrategia de préstamos *senior* y podemos encontrar fondos de capital riesgo que inviertan con una estrategia de venture capital. Lo importante de esto es que, mientras en la inversión en activos tradicionales las gestoras suelen levantar un fondo desde el cual invierten en distintos activos y distintas estrategias con el fin de diversificar, las gestoras de alternativos suelen levantar fondos para cada una de las estrategias, y cada uno se va a enfocar en una en particular.

31. Equity: Fondos o recursos propios

5.2. Evolución histórica del mercado y perspectivas de crecimiento

En 2020 el total de los activos alternativos bajo gestión fue de 13,5 trillones de dólares, divididos de la siguiente manera; 8 trillones mercados privados, 3,6 trillones fondos de cobertura o en inglés “*Hedge Funds*”, y 1,9 trillones criptomonedas. En los 8 trillones de mercados privados, 5,3 trillones se atribuyen al capital riesgo (frente a 2,4 trillones en 2015), 1 trillón en real estate, 0,8 en deuda privada y 0,8 en infraestructura y recursos naturales. (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F., 2022).

Es importante destacar el 17,5% de crecimiento anual que obtuvo el capital riesgo entre los años 2015 y 2020, mostrando una vez más la importancia que tiene dar exposición a este activo a los inversores individuales. No obstante, si se tiene en cuenta el **Gráfico 10**, se puede observar como el capital riesgo ha sufrido durante el 2022 y 2023, reduciendo considerablemente el número de transacciones realizadas y el valor total de estas. La causa principal fue la subida de los tipos de interés, que provocó un incremento en el coste de financiación de las firmas de capital riesgo y por tanto estos redujeron el número de compras (Casado, R. 2022).

Gráfico 10 – Transacciones anuales en el capital riesgo global



Fuente: (Preqin. s. f.).

Esta subida de tipos de interés tuvo y está teniendo también un impacto en el levantamiento de fondos para este tipo de activos, conocido como el efecto denominador. Dado que el coste de la deuda subió, el coste de capital de las empresas también lo hizo,

provocando que las valoraciones de las empresas públicas cayesen instantáneamente y, que los grandes *Lp's* se encontrasen con un porcentaje mayor de su cartera asignado al capital riesgo de lo que habían previsto en un principio. Es por ello que los inversores institucionales tuvieron que vender cerca de 1500 millones de dólares a través del mercado secundario (Sarría, I. 2014).

Pese a esta gran caída en la captación de fondos, en el **Gráfico 11** se observa como para el 2028, el *fundraising*³² volverá a estar al nivel del 2021 y además muestra la evolución a lo largo de los años no solo para el capital riesgo sino para el resto de tipos de activos de los mercados privados. Entre otras conclusiones, esta recuperación se considera que es porque la economía volverá a estabilizarse, con una inflación controlada del 2% y unos tipos de interés parecidos a los que había en 2021, lo que demuestra que el 2023 no es más que un ciclo de recesión y no el principio del fin como se puede llegar a pensar.

Gráfico 11 – Fundraising global por tipo de activo de capital privado 2010 – 2028E



Fuente: (Preqin. s. f.).

En esta recuperación de levantamiento de fondos, los *Gp's* buscarán nuevas fuentes de capital y todo apunta que estos van a ser inversores particulares. Según Cameron Joyce, jefa de investigación en Preqin, algunas de las gestoras de capital riesgo más grandes del mundo han hecho declaraciones diciendo que esperan hasta un 50% de los fondos

32. Fundraising: Levantamiento de fondos o capital

levantados procedentes de inversores individuales en los próximos años. (Murgatroyd, G. 2024).

5.3. Análisis de la problemática: Estructuras operativas complejas, liquidez del mercado y mínimos de inversión

Como ya se ha mencionado anteriormente, los clientes de las gestoras patrimoniales están cambiando sus prioridades de inversión, alejándose cada vez más de los activos tradicionales y pidiendo una mayor exposición a los activos alternativos. El proceso, sin embargo, presenta numerosas complejidades como los desafíos operacionales, la falta de liquidez, los altos mínimos de inversión y la metodología de las suscripciones y peticiones de capital.

En cuanto a los desafíos operacionales, el 53% de los banqueros privados consideran esta complejidad como la mayor barrera de acceso a este tipo de mercados (Hedges, M. 2022). En primer lugar, el acceso a fondos de alternativos de calidad siempre ha sido muy limitado para el inversor particular, en parte porque un institucional suele tener una larga trayectoria con el GP, reinvertiendo cada vez que abren un fondo y no dejando el paso a nuevos inversores. Además, el proceso de invertir en un fondo de capital riesgo, al tratarse de un producto ilíquido exige una gran cantidad de papeleo administrativo para el asesor, como documentos de suscripción, acuerdos de sociedad limitada y la creación y estructuración del vehículo desde el cual se invierte (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F. ,2022). Es por ello que, ese 53% de banqueros privados, no ve rentable la gran cantidad de horas invertidas en actividades administrativas junto a un margen de error alto y tratan de buscar soluciones al proceso de suscripción.

Por otro lado, la liquidez, los tickets mínimos de inversión y las suscripciones y peticiones de capital en estos fondos presentan una gran amenaza para los inversores particulares y, en la mayoría de los casos están ligados. La mayoría de las grandes gestoras de capital riesgo tienen una suscripción mínima de 10 millones de dólares, lo que para un inversor individual es muy complicado llegar, pero si además se junta con que aproximadamente hasta dentro de diez años no se va a devolver ese dinero y que, el dinero invertido no va a

generar ninguna rentabilidad durante los primeros años (**Gráfico 7**), se convierte en algo imposible (Morgan Stanley, 2016). No obstante, la exposición de individuales en estos fondos ha sido posible (9,2% en 2020, ver **gráfico 3**) mediante fondos de fondos y fondos alimentadores, que, para el caso de Morgan Stanley como distribuidor de fondos, el mínimo de inversión baja a 250,000 mil dólares. En cuanto a la liquidez, se ha comentado ya el mercado secundario como una opción para vender participaciones y generar liquidez antes del cierre del fondo. No obstante, la mayoría de compradores en este mercado son fondos de secundarios como Ardian o Alpinvest que para el caso de institucionales ha funcionado bien por vender numerosas posiciones grandes en fondos primarios, pero para el caso de individuales con posiciones pequeñas presenta un desafío aún por resolver.

Concluyendo la problemática, pese a los esfuerzos de las gestoras de capital riesgo en reducir los tickets mínimos de inversión y facilitar la captación de fondos mediante la bajada de las suscripciones y la introducción de las distribuidoras de fondos con vehículos como los fondos alimentadores y los fondos de fondos, 250,000 dólares sigue siendo una cantidad significativa para un inversor cualquiera si además se hace mediante la metodología de suscripciones y peticiones de capital. En los próximos apartados, por tanto, se tratará de buscar vías que permitan hacer más accesible esta participación, no solo para los *UHNW*³³ y *HNW*³⁴, sino para cualquier individuo interesado.

Otro problema es que las comisiones que regulan los vehículos de los mercados privados suelen determinar, en base a unos parámetros, quien puede invertir. Históricamente solo se les ha dado paso a los inversores profesionales (normalmente instituciones o HNW) y, en los siguientes apartados se verá la viabilidad para los inversores acreditados (100,000 euros de patrimonio), y los inversores minoristas.

33. UHNW: Ultra High Net Worth individuals o personas con un patrimonio neto de >€30 millones (Bain 2023)

34. HNW: High Net Worth individuals o personas con un patrimonio neto alto €1m-€5m (Bain 2023)

III. Análisis Cualitativo

6. Fondos *evergreen* o semi líquidos

Antes de entrar a comentar la mecánica de los fondos semi líquidos, es importante distinguir los fondos cerrados de los fondos abiertos, así como el grado de liquidez de cada uno, (**Figura 3**). Mientras se puede contar con 5 tipos de vehículos distintos para invertir en alternativos de características diferentes, las SICAV abiertas y liquidas tienen una aplicación limitada en los mercados privados, lo que limitará su exposición en esta investigación, y los fondos cerrados ilíquidos y los fondos cerrados semi líquidos, diferenciados por la aparición de las ventanas de liquidez en el mercado secundario, que, dadas las complejidades ya comentadas que presentan al inversor particular, tampoco se profundizará. En cuanto a los fondos cerrados líquidos, más conocidos como *investment trusts*³⁵, también han tenido un amplio desarrollo durante los últimos años y, no son más que fondos cotizados cerrados. De esta manera, se les proporciona a los inversores individuales la opción de invertir en mercados y carteras privadas pudiendo negociar diariamente sus posiciones en el fondo y obtener liquidez (Boole, T. 2024). No obstante, estos fondos son muy comunes para las inversiones inmobiliarias, lo que queda fuera del alcance del trabajo y, además, al tener un *ticket* de entrada muy pequeño, las exposiciones también lo son, a no ser que se invierta en cantidades grandes para lo cual es preferible invertir en un semilíquido abierto o cerrado que tienen rentabilidades más altas.

Es por ello que, la gran parte de la investigación se llevará a cabo analizando los fondos abiertos semilíquidos, donde se encuentra el grueso del desarrollo para el inversor individual. Además, la mayoría de las gestoras de capital riesgo y alternativos se centran en estos fondos, lo que supone una mayor dedicación por su parte y una mejora en la rentabilidad del inversor.

35. Investment trusts: Sociedades o fondos de inversión públicos registrados en bolsa que invierte en activos

Figura 3 – Estructuras de vehículos para la inversión en alternativos:

	Líquidos	Semilíquidos	Ilíquidos
ABIERTOS	<p>UCITS/SICAV/negociados diaria o semanalmente</p> <p>Aplicabilidad limitada en los activos privados</p> <p>Fondos vulnerables a la prohibición de reembolsos (gatings) y a saldos de efectivo elevados con motivo de requisito de liquidez</p>	<p>Liquidez mensual o trimestral</p> <p>Los reembolsos se atienden con la liquidez generada por las inversiones subyacentes o los flujos de entrada de los inversores</p> <p>El gestor controla la liquidez a través de varias herramientas</p>	
CERRADOS	<p>Abiertos cotizados</p> <p>Fondos abiertos cotizados en un mercado de valores reconocido que facilitan liquidez en un mercado secundario. Estructurados normalmente como vehículos de capital permanente</p>	<p>Fondos cerrados con ventanas de liquidez</p> <p>Fondos con un plazo fijo pero con ventanas periódicas para un mercado secundario regulado</p>	<p>Fondos cerrados mantenidos hasta un plazo determinado</p> <p>Fondos a plazo fijo pero sin ventana de liquidez gestionada. La liquidez está sujeta a las distribuciones de las inversiones subyacentes</p>

Fuente: (Boole, T. 2024). Schroders.

Los fondos semi líquidos abiertos se han convertido a lo largo de los últimos años en una de las opciones más factibles de invertir en los mercados privados y en particular en el capital riesgo. Mediante estos fondos, se ha pretendido resolver todas esas dificultades que se les presentaba a los inversores individuales como la liquidez, la tipología de los fondos cerrados, los mínimos de inversión y las dificultades operacionales. Tal es la popularidad que están adquiriendo los fondos abiertos semi líquidos que, en 2022, según un análisis de Bfinance, se abrieron más fondos de este tipo solo en 2022 que en los cinco años anteriores juntos (FundsPeople España. 2023).

Los fondos semi líquidos o fondos abiertos, son vehículos de inversión a largo plazo que permiten dar a sus inversores acceso al capital de compañías privadas, no cotizadas en el mercado de valores. A diferencia de los fondos tradicionales cerrados que han lanzado las gestoras de alternativos a lo largo de su existencia en el sector financiero, estos fondos no tienen una fecha de cierre y permiten a sus inversores entrar y salir del vehículo cuando lo consideren conveniente, ofreciendo flexibilidad y liquidez siempre dentro de las ventanas que establezca el fondo (Hamilton Lane, s. f.).

Las diferencias entre un fondo cerrado semi líquido y un fondo abierto semi líquido, por tanto, consisten en la duración de cada uno, y, en las entradas permitidas a inversores nuevos. En un fondo cerrado, no se permitirán nuevas aportaciones de dinero, una vez se

haya acabado la captación de fondos, mientras que en los fondos abiertos dada la perpetuidad, habrá constantes entradas y salidas de dinero. Ambos se consideran semilíquidos porque la gestora del fondo permitirá la salida de un inversor, ya sea a través del mercado secundario sin que el NAV³⁶ del fondo se vea afectado, tal y como ocurre en los cerrados, o mediante la recompra de acciones por parte del propio fondo donde el NAV si se ve afectado, tal y como ocurre en uno abierto (Marshall, J. 2022). No obstante, dentro del mundo tan complejo de fondos que hay hoy en día, puede haber mezclas entre cada uno de ellos.

A través de una encuesta realizada por Collier Capital³⁷, aproximadamente un tercio de los inversores institucionales que contestaron creen que la inversión particular en el capital riesgo llegará eventualmente a los niveles de los inversores institucionales y, de los 184 billones de dólares invertidos en fondos semi líquidos abiertos a septiembre de 2023, solo 19 billones han sido para el capital riesgo, lo que demuestra la gran oportunidad de crecimiento que tiene esta metodología para invertir en el *private equity* durante los próximos años. (Huber, P. 2024).

6.1. Características y ventajas (suscripciones, liquidez, curva J)

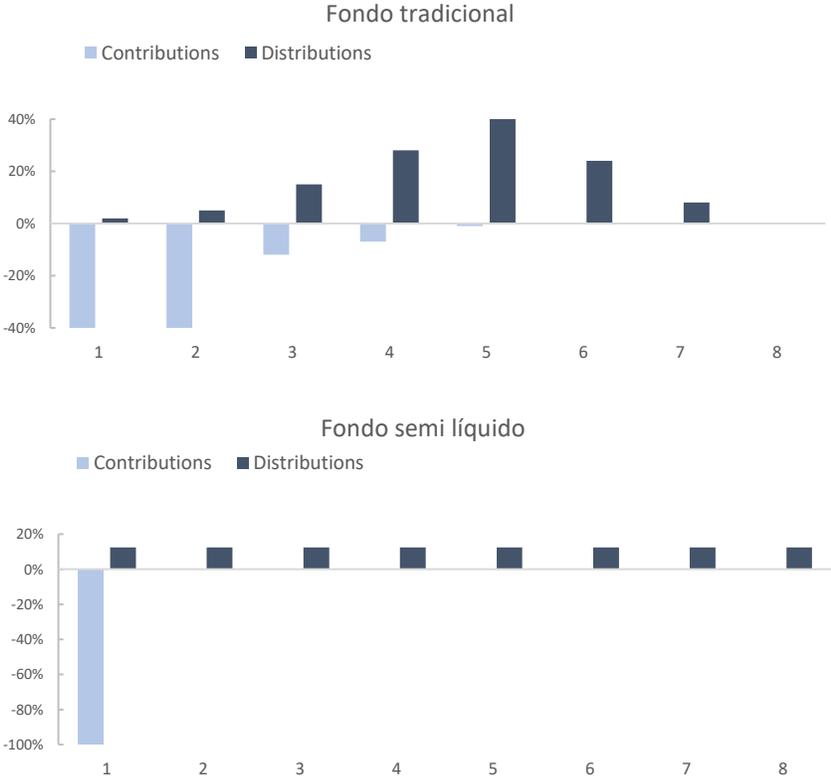
Uno de los principales desafíos que presenta la inversión de particulares en fondos cerrados es que, como se ha comentado previamente en el marco teórico, las gestoras de alternativos no invierten el dinero que levantan en sus fondos inmediatamente, sino que, tienen la metodología de las suscripciones y peticiones de capital. En caso de que un individual quisiese invertir en un fondo cerrado, la gestora podría limitar esta posibilidad. Esto se debe a que los inversores individuales no tienen la misma capacidad para garantizar una cifra de capital que un institucional y las gestoras pueden dudar de que en el momento que hagan una petición de capital, el inversor particular pueda no cumplir lo que inicialmente había dicho que iba a aportar. Lo que ofrecen estos fondos semi líquidos abiertos es un cambio en

36. NAV: Por sus siglas, net asset value o valor neto del activo lo cual en un fondo se traduce a valor de activo – deudas u obligaciones

37. Collier Capital: Gestora de inversiones global de secundarios en activos privados

esta metodología que tienen los fondos cerrados de las gestoras de alternativos, erradicando por completo las suscripciones y las peticiones de capital y obligando a todo aquel que quiera invertir a transferir el dinero directamente al fondo, aunque no se invierta todo en ese año (Goldman Sachs, s. f.). Esta diferencia se puede apreciar visualmente en el **Gráfico 12.**

Gráfico 12 – Peticiones de capital y distribuciones en fondos cerrados y semi líquidos



Fuente: Goldman Sachs (s. f.).

Los fondos *evergreen* ofrecen flexibilidad en cuanto a liquidez, permitiendo a los inversores solicitar reembolsos en determinados periodos de tiempo, normalmente acordados en la apertura del vehículo. Estas oportunidades de liquidez suelen ocurrir mediante la recompra de acciones por parte del propio fondo, en las que, para cada ventana de liquidez proporcionada, se habrá acordado un determinado porcentaje del valor neto del fondo que van a devolver (Snyder, A. Sun, L. & Reade, N, 2023). Las acciones suelen ser recompradas al valor neto del fondo por acción, evitando primas y descuentos para los inversores, algo que sí sucede en el mercado secundario de los fondos cerrados.

Dado que los fondos semi líquidos tienen carácter privado, calcular el valor liquidativo es algo más complejo que en uno público y por ello, la regulación les obliga a calcular el valor neto del fondo con frecuencia (Cscgfm, 2024).

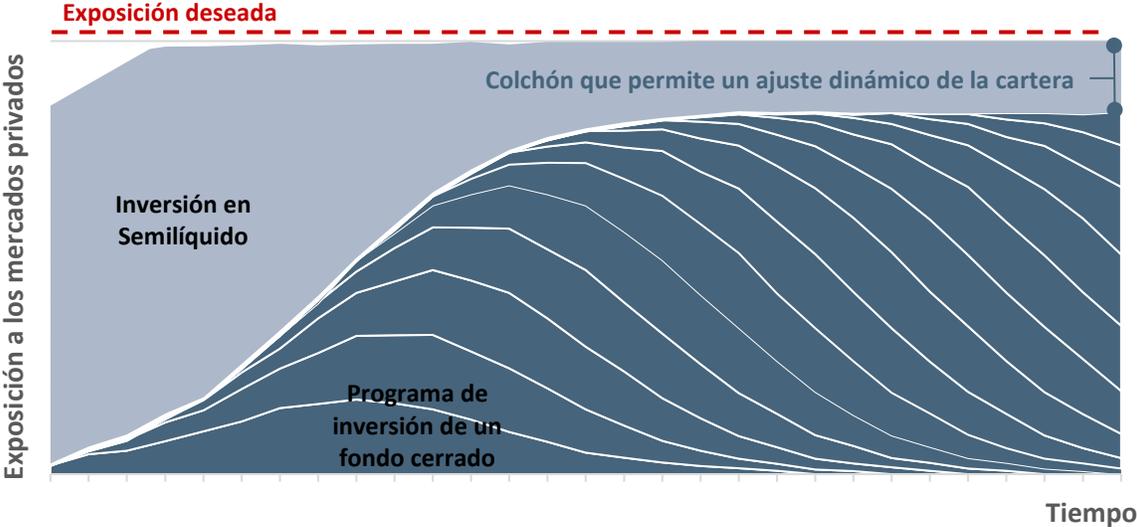
La liquidez de los fondos *evergreen* por tanto, procede de las suscripciones de los nuevos inversores y de las distribuciones de las inversiones. No obstante, se ha comprobado que mediante la distribución de las inversiones es suficiente para crear un nivel de liquidez natural en el fondo, siempre y cuando este tenga una cartera diversificada y bien construida en la cual se desinvierta, se distribuya y se vuelva a invertir continuamente (Boole, T. 2024). Esto se complementa con la flexibilidad que tiene el fondo para proporcionar ventanas de liquidez a los inversores que se regulan a través de una serie de herramientas (Boole, T. 2024). En momentos de incertidumbre en los mercados, por ejemplo, la reacción de los inversores normalmente es retirar su dinero, lo que suele dar lugar a eventos de prorrateo³⁸ en el que los fondos semi líquidos ponen límites a los reembolsos, normalmente entre el 5%-15% o incluso llegan a suspenderlos por completo, dependiendo de la tipología de cada fondo y su regulación (Snyder, A. Sun, L. & Reade, N, 2023).

Por otro lado, se ha mencionado previamente la función de la curva J en el capital riesgo y como mediante las inversiones secundarias se mitiga (**gráfico 5**). Se denomina curva J por la forma que obtiene la trayectoria de las inversiones, en la que en un principio es negativo porque el capital comprometido que todavía no se ha invertido, no está generando un retorno y, además, en los fondos de alternativos, el administrador suele cobrar unas comisiones de gestión por cada suscripción de capital, lo que hace que en los primeros años el retorno sea negativo hasta que el fondo empieza a invertir y devuelve aportaciones. Con los fondos semi líquidos, ese retorno negativo de los primeros años desaparece, ya que, al ser un fondo abierto sin fecha de cierre con continuas suscripciones y reembolsos, el fondo ya tiene una cartera construida, algo parecido a lo que sucede con las transacciones de secundarios. Además, los fondos *evergreen*, cobran las comisiones de

38. Evento de prorrateo: Ocurre cuando las peticiones de reembolsos por parte de los inversores exceden la cantidad que el fondo había acordado en devolver en esa ventana de liquidez.

gestión con respecto al valor liquidativo del fondo, y dado que la cartera está construida, su dinero empieza a generar retorno desde el momento en el que se invierte, cobrando las comisiones en base al capital productivo del inversor. (Jera Capital, 2022). Cabe destacar que, los semi líquidos también mejoran la exposición a los mercados privados, siendo esta más consistente e inmediata (**Gráfico 13**).

Gráfico 13 – Exposición a los mercados privados de los fondos semi líquidos



Fuente: (Jera Capital, 2022).

6.2. Ejemplos de gestoras que ofrecen la opción a particulares

El principio de 2024 demuestra una vez más la necesidad que tienen las gestoras de alternativos en captar una nueva rama de financiación. En tan solo tres meses, se ha visto como, entre otras gestoras, Blackstone, Ares y Carlyle han lanzado fondos semi líquidos para que inversores individuales inviertan en deuda privada.

Blackstone ha lanzado un nuevo fondo llamado “ECRED”³⁹, dirigido a inversores particulares europeos, especialmente franceses, donde se sitúa el equipo directivo. En línea con lo comentado sobre los fondos semi líquidos, es un fondo abierto que no cuenta con fecha de cierre y que busca reducir los mínimos de inversión para aumentar la

39. ECRED: European Private Credit Fund o Fondo europeo de crédito privado

exposición de inversores con patrimonio moderado en los mercados privados. El mínimo de inversión para este fondo, por tanto, es de 25,000 euros, lo que representa tan solo el 10% del requisito mínimo de los *feeder funds* de Morgan Stanley para fondos tradicionales mencionados previamente. En cuanto a la liquidez, el fondo pretende hacer una recompra de acciones al valor liquidativo por acción el último día de cada mes, a no ser que se venda la acción comprada sin que pase al menos un año, en cuya situación se aplicará un descuento del 2% del NAV. Las peticiones de reembolso por parte de los inversores deberán ser solicitadas el primer día de cada mes para ser consideradas y, los reembolsos, según dicta el gestor podrán ser rechazados por completo o parcialmente si así lo decide la junta directiva en casos excepcionales. (Blackstone European Private Credit Fund, 2024).

Similarmente, Carlyle ha formalizado la apertura de su nuevo fondo abierto semi líquido, “ETAC”⁴⁰ dedicado al crédito privado. Para este fondo, los mínimos de inversión dependen de la legislación vigente del inversor, y la inversión de residentes de determinados países y continentes no está permitida, así como la inversión de determinados inversores no profesionales. No obstante, en países como Italia, el mínimo es de 100,000 euros lo que, aunque sigue siendo una cifra considerable, muestra una vez más la gran reducción en el mínimo de inversión, si se compara con los fondos tradicionales o incluso ciertos fondos alimentadores y fondos de fondos. Por otro lado, “ETAC”, ya ha anunciado que su oferta de reembolsos a inversores tendrá una periodicidad trimestral con un valor total de hasta el 5% del NAV. No obstante, en periodos en los que las peticiones de reembolsos superen ese 5% establecido, los inversores no recibirán la totalidad del dinero que esperan y, además, el fondo podrá modificar o suspender parcialmente o por completo el programa de reembolsos si se presenta un caso excepcional. Las suscripciones en cambio, tendrán lugar mensualmente, lo que da a pensar que el fondo va a poder tener una liquidez sana en el que probablemente las nuevas suscripciones mensuales compensen las salidas del 5% trimestrales (Carlyle, 2024).

40. ETAC: European Tactical Private Credit Fund o Fondo Tactico europeo de crédito privado

Por otro lado, otro de los gigantes del crédito privado, Ares Management Corporation, ha lanzado su nuevo fondo "ASIF,"⁴¹ enfocado también en clientes *retail* que comercializa su división de asesoramiento financiero. El fondo adoptará la estrategia de crédito privado y la estructura es algo distinta a las mencionadas previamente dado que adopta la forma de una "*Business Development Company*"⁴² perpetua, muy utilizada en Estados Unidos. No obstante, para inversores americanos, el mínimo de inversión es de tan solo 2500 dólares (regulación americana y no europea o luxemburguesa) y, además, el fondo estableció las nuevas suscripciones mensualmente y las ofertas de reembolsos trimestralmente, limitado al 5% del total de las acciones, ya sea por número o por valor liquidativo, aunque también tienen la flexibilidad de suspender el programa de reembolsos si así se decide en junta. Aquellas acciones que sean vendidas en un plazo de menos de un año se les aplicará un descuento del 2% y para los demás casos se pagará al valor liquidativo por acción. El fondo tampoco contará con el sistema de capital comprometido y peticiones de capital, sino que todo aquel que desee invertir tendrá que transferir la cantidad que quiera desde el primer momento y en cuanto a las comisiones, estas serán de 1,25% del NAV pagado mensualmente. (Ares Strategic Income Fund, s. f.).

Pese a que estos tres fondos semi líquidos de Blackstone, Carlyle y Ares tienen una estrategia de crédito privado y este trabajo se enfoca en la estrategia de capital riesgo, sirven como ejemplos para entender varios aspectos. En primer lugar, el crédito privado es también una manera de obtener exposición a los mercados privados que tanto están demandando los inversores individuales y cumplen por tanto con la hipótesis del trabajo. Por otro lado, aunque hasta 2024 el grueso de los fondos semi líquidos tengan una estrategia de crédito, estas estructuras pueden extrapolarse de la misma manera al capital riesgo. El 2023 ha sido el año perfecto para las gestoras de deuda privada puesto que los bancos han financiado menos y han dejado un nicho en ese mercado que estas gestoras

41. ASIF: Ares Strategic Income Fund o Fondo de renta estratégica

42. BDC o Business Development Company: Tipo de fondo cerrado público o abierto privado que proporciona financiación a empresas americanas que no son lo suficientemente grandes para conseguir financiación de bancos (iCapital, 2024).

han aprovechado y, sin embargo, para el capital riesgo, como se ha mencionado previamente no lo ha sido (McKinsey & Company, 2023). Esto ayuda a entender por qué hasta ahora hay más fondos de este tipo para el crédito que para los fondos propios, pero también da a entender que cuando el ambiente macroeconómico vuelva a la normalidad y el capital riesgo vuelva a tener su momento, esta estrategia que todavía no ha tenido un amplio desarrollo en este campo, lo tendrá probablemente a mayor escala. Por otro lado, cabe destacar las bajadas en los mínimos de inversión de estos tres fondos, algo que previsiblemente también se aplicará en los fondos semi líquidos de capital riesgo al tener la misma tipología.

7. Inversión comercial a través de *feeder funds* y *feeder SICAV's*

Esta es la primera metodología con la que las gestoras de alternativos cuentan para que los inversores individuales consigan tener una mayor exposición a los activos alternativos. Es importante recordar que los fondos alimentadores son vehículos que crean las gestoras patrimoniales como distribuidores de fondos o las gestoras de alternativos para acceder a nuevas fuentes de financiación. Consiste en agrupar el capital de muchos inversores para posteriormente invertirlo en un fondo, el fondo master, lo que se denomina "*Master-Feeder structure*" (Buster, J. 2022). Tradicionalmente, los vehículos alimentadores han sido de tipología cerrada, al convertirse en un *Lp* más del fondo de capital riesgo en el que estaban interesados en invertir y al contar con el sistema tradicional de compromisos de capital y peticiones de capital, siendo la liquidez también muy limitada. No obstante, estos fondos permitían a los inversores gozar de mínimos de inversión más bajos, menor cantidad de dificultades operacionales que resolvía la gestora patrimonial y exposición a esta clase de activos.

A día de hoy, sin embargo, con la aparición del concepto semi líquido, se han diseñado estructuras alimentadoras de SICAV's que toman la forma de abiertas. Es en este vehículo donde se encuentra todo el desarrollo para el inversor particular, ya que hay ventanas de liquidez, el sistema de compromisos y peticiones de capital desaparece y las dificultades operacionales se reducen considerablemente. Esta sociedad alimentadora abierta invierte

posteriormente en otros fondos, denominados sub fondos del vehículo, los cuales suelen ser cerrados. La cuestión, por tanto, radica en la manera en la que estas sociedades alimentadoras consiguen ofrecer liquidez, siendo sus inversiones ilíquidas al invertir en fondos cerrados, y es que, este tipo de vehículos está obligado a invertir en un porcentaje determinado de activos líquidos, normalmente de entre el 15% y 20%, pero dependerá de la estructura legal que regule el vehículo así como su jurisdicción, además de contar con nuevas suscripciones de inversores y herramientas que les permite tener flexibilidad para llegar al nivel de liquidez establecido (Meyers, M., GéMesi, N., Klethi, P., & Aroutiunian, V., 2023). Ejemplos de estos vehículos son los fondos *ECRED* de Blackstone y *ETAC* de Carlyle mencionados previamente, que, aunque se denominen fondos semi líquidos, en realidad son SICAV's alimentadoras que posteriormente invertirán el capital acumulado de los inversores particulares en uno o varios sub fondos de la misma gestora, probablemente cerrados, desde los cuales la gestora invierte. De esta manera consiguen juntar la financiación institucional con la financiación particular a través de distintos vehículos que posteriormente se juntan.

La comercialización de estas sociedades se realiza a través de las propias bancas privadas de las gestoras de alternativos. La mayoría de las gestoras de capital riesgo y en especial, las más grandes a nivel global, han empezado a abrir sus propias divisiones de asesoramiento financiero a particulares para lograr captar la financiación de este mercado tan prometedor, des intermediando a las propias gestoras patrimoniales para acceder al inversor final. De esta manera, se les proporcionará a los clientes particulares las soluciones de inversión que, históricamente han estado reservadas para los grandes inversores institucionales a través de un único fondo (Blackstone Private Wealth Solutions, 2024).

En cuanto a los mínimos de liquidez, las regulaciones de los fondos de inversión alternativos luxemburgueses y españoles establecen un mínimo distinto y determinan las personas que pueden o no invertir para cada estructura legal. Se dará importancia a aquellas estructuras legales que permitan la inversión y comercialización de los fondos alternativos a inversores no profesionales. Para este caso, en Luxemburgo se encuentran

los vehículos bajo la estructura de *Part II UCI*⁴³ (Clifford Chance, 2023). Estos son vehículos de inversión flexible, supervisados por la comisión de supervisión del sector financiero luxemburguesa que permite la apertura de fondos abiertos con sistema de suscripción a valor liquidativo como fondos y SICAV's alimentadores o fondos de fondos. Los vehículos bajo esta nueva regulación, tienen un mínimo de inversión de 25000 euros, ya sea para inversores profesionales o particulares de Luxemburgo, algo mucho menor a los 125000 que exigían los demás productos luxemburgueses anteriores (Hooghiemstra, S. 2023). Para aquellos inversores procedentes de otros países que estén interesados en un vehículo luxemburgués, dependerá de su regulación y de la confianza que tenga el creador del vehículo en dicha legislación, pudiendo poner unas condiciones mas estrictas.

No obstante, en el mercado nacional del capital riesgo no todas las gestoras de alternativos tienen constituidos sus fondos de inversión en Luxemburgo. En España, tanto para el formato SICAV abierta como para el formato de fondo de inversión abierto se regula a través de la LIIC⁴⁴ (Clifford Chance, 2014). Esta ley fue modificada a lo largo del 2022, buscando una mayor flexibilidad en la legislación por la cual se permite la comercialización de los fondos de inversión alternativos a inversores no profesionales con un mínimo de inversión de 10000 euros, siempre y cuando esta cifra no supere el 10% del patrimonio del interesado (inversor acreditado) y se acceda a la inversión a través de una entidad autorizada para asesorar (Rubio. A, 2022).

Al crear un fondo o sociedad de inversión de capital riesgo, la gestora deberá decidir en qué jurisdicción desea crear dicho vehículo, atendiendo a los inversores que quiera atraer (Rubio. A, 2023). Es por ello que, en España y Europa, las gestoras más internacionales y con más exposición a nivel global suelen querer atraer inversores de distintos países o incluso continentes, para lo que suelen buscar aquella jurisdicción que les permita obtener una legislación flexible tanto para el ámbito fiscal, como para el ámbito regulatorio y, Luxemburgo es el país con más experiencia y atractivo en este sentido. Sin embargo, las

43. Part II UCI: En español organismo de inversión colectiva parte dos y corresponde al nuevo marco regulatorio luxemburgués de aquellos vehículos que cumplan con sus características

44. LIIC: Ley de Instituciones de Inversión Colectiva publicada el 4 de noviembre de 2003

gestoras enfocadas en España, al constituir el fondo aquí con el fin de comercializar mejor su producto, la legislación aplicable será la ley LIIC comentada anteriormente. Es cierto que, pese a que un fondo esté constituido en España, puede tener vehículos inversores (*Lp's*) procedentes de otros países como Luxemburgo, que estarán regulados bajo su jurisdicción, aplicándose todas sus características y siendo el mínimo de este vehículo alimentador luxemburgués de 25000 y el mínimo de los vehículos alimentadores españoles de 10000. Cada vehículo, por tanto, será independiente y la regulación aplicable dependerá del lugar donde se constituya.

8. Plataformas de inversión tecnológicas

Dado que la demanda por invertir en fondos de capital riesgo se ha incrementado mucho a lo largo de los años, desde 2017, el número de plataformas tecnológicas que apoyan la inversión en esta clase de activos se ha incrementado en más del doble (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F. ,2022).

Podemos distinguir dos tipos de plataformas tecnológicas en este ámbito. Aquellas que tienen un enfoque *B2B* y que buscan conectar a los gestores patrimoniales con las gestoras de alternativos, y aquellas con un enfoque *B2C* que tratan de ofrecer a los inversores individuales acceso directo al capital riesgo sin que haya un intermediario. (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F. ,2022).

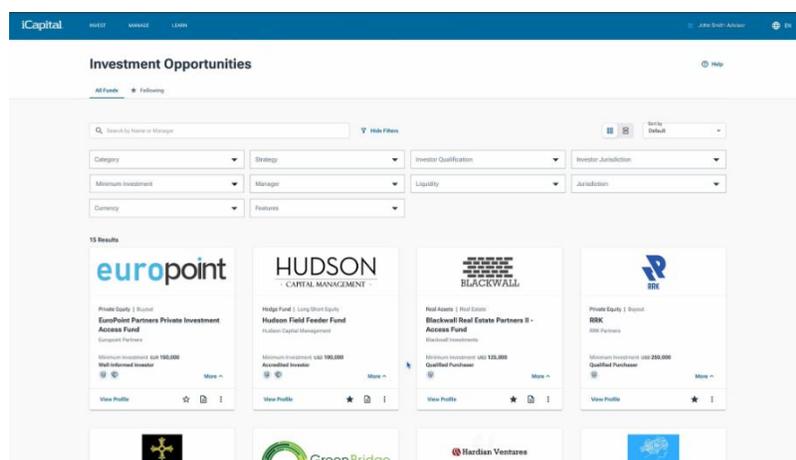
8.1. Plataformas *B2B*

Este tipo de plataformas tienen tres funciones principales en el mercado de los activos alternativos y los mercados privados. Por un lado, conectar a los distribuidores de fondos, ya sean divisiones de banca privada, *EAFI* o *family offices* con los principales fondos de las gestoras de capital riesgo que admitan nuevas suscripciones. Por otro lado, dado que esta transición a los mercados privados es relativamente nueva tanto para los inversores particulares como para sus gestores patrimoniales, estas plataformas proporcionan un servicio de educación a esta clase de activos, con el objetivo de dar a conocer al gestor todo lo que necesita saber para poder informar a sus clientes adecuadamente. Según el consejero delegado de iCapital, “Los mejores resultados ocurren cuando los asesores

financieros y sus clientes están bien informados en cuanto a los riesgos y consideraciones que conllevan los alternativos” (Laker, B. 2022). Por último, las plataformas B2B, están encargadas de solucionar todos los desafíos operacionales que se les presentaba, tanto al inversor individual como al gestor patrimonial en cuanto a, la creación del vehículo alimentador, para que cumpla con las regulaciones correspondientes a la jurisdicción, una suscripción al fondo digital y automatizada y unos mínimos de inversión más bajos de lo normal.

Bajo este enfoque, la plataforma digital suele tener unos determinados contratos o acuerdos con las gestoras de capital riesgo o alternativos, las cuales va a comercializar. Por otro lado, también tiene acuerdos y contratos con las gestoras patrimoniales que asesoran a los inversores particulares, y que van a distribuir y vender los nuevos productos. Utilizando como ejemplo la plataforma *B2B* de iCapital, los gestores patrimoniales que utilicen la plataforma pueden elegir entre crear ellos sus propios fondos alimentadores, los tipos de fondos alimentadores que ofrece iCapital o una combinación de los dos. Las gestoras de alternativos por el otro lado, tienen el objetivo de ofrecer sus fondos de una manera proactiva a asesores financieros e intermediarios (iCapital, 2023).

Figura 4 – Vista simulada del asesor financiero en la plataforma digital de iCapital



Fuente: (iCapital, 2023).

Como se puede apreciar en la **figura 4**, el concepto de estas plataformas que van de un negocio a otro y, en concreto de las gestoras de alternativos a las gestoras patrimoniales, es el de ofrecer a los asesores financieros que tengan contratado el servicio, todos los

fondos disponibles de las gestoras de alternativos que haya disponibles en ese momento, pudiendo clasificarlos con sus propios filtros. También podrán marcar como favoritos aquellos fondos que les hayan llamado la atención, para los cuales recibirán notificaciones de cómo va desarrollándose el fondo, además de poder contactar con el gestor para recibir asistencia en todo lo que necesiten conocer. Para cada oportunidad de fondo de inversión habrá unos informes trimestrales y anuales, informando al posible inversor de la trayectoria del activo, así como informes y análisis de diligencias⁴⁵. (iCapital, 2023).

En cuanto a la creación de fondos, esto dependerá del distribuidor de fondos y sus necesidades, pero cuentan con dos maneras. Como primera opción, y más acorde para aquellos distribuidores grandes y con experiencia, pueden crear su propio fondo alimentador que posteriormente se invierta en uno de capital riesgo, siempre que este esté disponible en la plataforma. Como segunda opción, y para los que necesiten más asistencia en el proceso, la mayoría de plataformas *B2B* ofrecen sus propios vehículos alimentadores y, en caso de que no tengan el vehículo que el distribuidor desea, podrían crearlo (Ghilarducci, M. 2023). En la decisión será importante también determinar el número de clientes de la gestora patrimonial que están interesados en invertir en el fondo de capital riesgo que se está teniendo en cuenta, ya que de ser pocos, sería más eficiente para el distribuidor utilizar los fondos alimentadores de la plataforma. No obstante, bajo la situación en la que la plataforma crea el fondo se acerca más a un enfoque *B2B2C*, pues son los clientes quien invierte y no la gestora.

8.2. Plataformas *B2C* y *B2B2C*

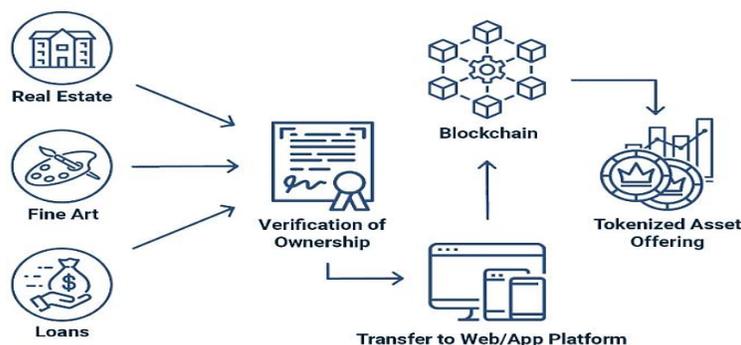
Para este enfoque en el que las plataformas tecnológicas deciden optar por llevar el producto directamente al consumidor, se necesita un proceso aún más elaborado de digitalización y regulación. La idea detrás de este concepto es que no tenga que haber un asesor de por medio, y aunque este escenario esté todavía en pleno desarrollo y quedan muchos avances por hacer, es algo que puede cambiar por completo la industria de la

45. Análisis de diligencias: Se refiere al proceso por el cual se realiza una investigación y análisis del fondo en el que se quiere invertir para tener una idea más acertada de los riesgos, la viabilidad y los retornos (FasterCapital, 2024).

gestión de activos. Bajo esta modalidad se encuentra la opción de invertir a través de un fondo cerrado o de un fondo abierto (Banani, F., Kwek, J., Lai, J., & Torbey, H. 2023). La opción con más sentido bajo esta modalidad es la de los fondos abiertos, ya que tanto los fondos *evergreen* como las plataformas *B2C* están enfocadas en que invierta el cliente individual directamente.

Para llevar el producto directamente al consumidor y tener todo el proceso integrado en una sola plataforma es necesario lo que se conoce como la tokenización de los fondos de inversión, posible únicamente cuando las plataformas tecnológicas lanzan el fondo. La tokenización es el proceso por el cual se crea una representación digital de un activo en una red *blockchain*⁴⁶. En el proceso, el activo se convierte en una unidad digital única, conocida como *token*, que es registrada y gestionada en el *blockchain* (Figura 5). Cada token representa una fracción o todo el valor del activo subyacente (Securitize, s. f.).

Figura 5 – Proceso de tokenización de un activo



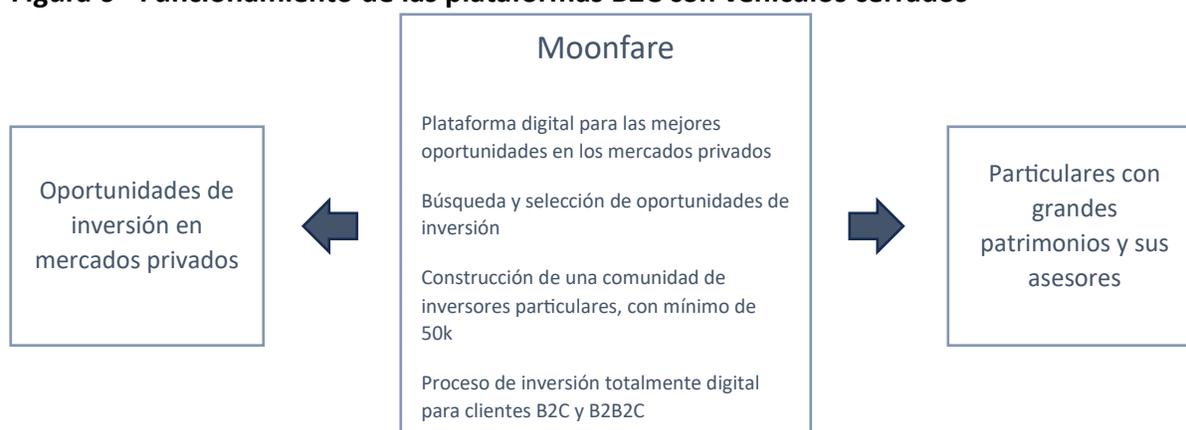
Fuente: (Securitize, s. f.).

La opción más utilizada hasta ahora ha sido a través de fondos alimentadores cerrados y digitales que crean las propias plataformas tecnológicas. Moonfare es una de las empresas líderes con este enfoque y, como se puede apreciar en la **figura 6**, construyen una comunidad de inversores individuales que comercializan ellos, bien directamente (*B2C*) o bien a través de un asesor (*B2B2C*). Pese a que, bajo esta última modalidad se incluya a un intermediario, la diferencia con las plataformas anteriores es que, en este caso, será el

46. Blockchain: Tecnología que actúa como libro de registro digital (Cañete, I. 2018).

cliente el que invierta a título personal, mientras que en las plataformas *B2B* lo suele hacer la entidad que asesora. De la misma manera que para las plataformas *B2B*, la idea es que el inversor comercial pueda tener disponibles todos los fondos alimentadores con sus respectivas estrategias a través de la propia aplicación de Moonfare (*B2C*) o a través de la aplicación y su perfil de su entidad asesora. En 2020, para el caso de los fondos alimentadores de Moonfare, se contaba con un mínimo de 50000 euros, por lo que, aunque sea un vehículo con el objetivo de que los clientes inviertan directamente, al tener una estructura cerrada sigue teniendo unos mínimos que no todas las personas se pueden permitir (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F. ,2022). BCG & iCapital.

Figura 6 - Funcionamiento de las plataformas B2C con vehículos cerrados



Fuente: (Zakrzewski, A. ... & Rizzato, F. ,2022). BCG & iCapital.

La otra manera para invertir es a través de los fondos semi líquidos abiertos, los cuales, como ya se ha mencionado, presentan la oportunidad más grande para este tipo de plataformas. Securitize es una de las plataformas tecnológicas que ha empezado a hacer esta estrategia junto a Hamilton Lane. El gestor de alternativos lanzó un fondo con una estrategia de crédito privado en 2022, el cual estaba dirigido a inversores profesionales que tuviesen un mínimo de cinco millones de euros en activos, siendo el mínimo de inversión de dos millones de euros. No obstante, su reciente alianza con la plataforma *B2C* Securitize, da acceso a inversores particulares a través de un fondo alimentador abierto gestionado, lanzado y tokenizado por la misma plataforma, pasando de un mínimo de dos millones de euros a diez mil euros (Hamilton Lane, 2023). De esta manera, se les ofrece a los inversores particulares la opción de suscribirse y tener acceso a reembolsos mensualmente, todo a

través de una sola aplicación que integra todo el proceso mediante la tokenización del fondo (Polygon, s. f.).

En el caso anterior de Hamilton Lane, el creador del vehículo abierto era la propia plataforma tecnológica pero también puede haber casos (en su mayoría) en los que son las propias gestoras las que crean el vehículo abierto, no tokenizado, normalmente en forma de paraguas que posteriormente invierte en sus fondos cerrados, tal y como se ha explicado en el apartado 7 de este documento. También se ha mencionado como en este caso, son las propias divisiones de banca privada de las gestoras quienes se encargan de comercializar el vehículo, no obstante, también suelen contar con plataformas *B2C* y *B2B2C* que se encarguen de la distribución y permitan que el fondo lanzado por la gestora finalmente llegue a las manos de los individuales. La mecánica es la misma que se ha comentado, pero bajo este enfoque, ni la gestora patrimonial ni la plataforma tecnológica tiene que crear un vehículo alimentador, ya que este lo habrá lanzado la gestora de capital riesgo. La cadena de valor, por tanto, se simplifica mucho. Todas las gestoras de alternativos están empezando a crear estos vehículos abiertos, los cuales se van a vender a través de plataformas que bien lleguen directamente lleguen al consumidor sin necesidad de tener un asesor (*B2C*), o lleguen al asesor y este se lo haga llegar al cliente, el cual invertirá a título personal.

8.3. Plataformas para un mercado secundario regulado

El mercado secundario es necesario para que los inversores de los fondos cerrados puedan obtener liquidez sin necesidad de tener que esperar al cierre del fondo. Es por ello que, para los casos en los que ni la plataforma tecnológica ni el gestor de alternativos ofrecen un fondo semi líquido, aparecen las plataformas de secundarios. Previamente se ha mencionado como este mercado pretende dar liquidez a los *Lp's*, pero los principales jugadores son los fondos de secundarios, que buscan comprar cantidades y participaciones grandes, las cuales están bastante alejadas de lo que pueden conseguir los inversores particulares a través de los fondos alimentadores y los fondos semi líquidos.

Con el fin de dar liquidez a estos inversores particulares que han conseguido invertir en alternativos mediante las estrategias comentadas nacen estas plataformas. Un buen

ejemplo es el caso de Moonfare comentado antes, cuyo negocio es el de *B2C* en fondos cerrados a través de un vehículo alimentador que crean ellos para los individuales. Estos podrán acceder a liquidez mediante su plataforma de mercado secundario, la cual funciona mediante la compra venta de participaciones en el *feeder fund* entre particulares o, en caso de no hayan interesados en comprar las participaciones en venta, Moonfare tiene un acuerdo con el fondo de secundarios Lexington Partners, el cual también comprará participaciones (Moonfare, s. f.).

Para el caso de aquellos particulares que hayan accedido al capital riesgo a través de un fondo semi líquido, pese a que este tiene ventanas de liquidez cada cierto tiempo, esta no es una solución perfecta y en la mayoría de los casos son trimestrales y con limite, lo que puede dar lugar a inversores que no quieran esperar a esa ventana y necesiten sacar la inversión antes. Pese a que este mercado todavía no se ha desarrollado en su totalidad, la tokenización de los fondos semi líquidos para un mercado secundario de los mismos ofrece una gran oportunidad que se necesita explotar (Johnson, R. 2021). La idea es que, aquellos que hayan entrado al semi líquido mediante un intermediario, puedan vender sus participaciones en el fondo a través de un mercado secundario que ofrezca la plataforma que su distribuidor tenga contratada y, para aquellos que hayan entrado sin intermediarios utilicen la misma plataforma para vender sus participaciones que la que han utilizado para comprarlas, obteniendo así una flexibilidad total en cuanto a liquidez, mínimos de inversión y dificultades operacionales en su entrada al capital riesgo.

Este aspecto está aún por desarrollar, pero es probable que las gestoras de fondos secundarios que se han consolidado como operadores necesarios en el mercado institucional, se consoliden también en el mercado de los inversores particulares dotando así de mayor liquidez a estos.

IV. Conclusiones

Pese a todas las dificultades y esfuerzos que plantea la introducción de los particulares en el capital riesgo, no hay duda de que es el futuro de las carteras y hay un interés mutuo en que se produzca la hipótesis del trabajo.

Por el lado de los inversores particulares, la razón principal lo explican las rentabilidades que han logrado estas gestoras (**gráfico 2**). Ya es interesante para los ciudadanos americanos invertir en capital riesgo donde las rentabilidades son superiores a la renta variable por un 6-10% a 5, 10 y 20 años, pero para los europeos, las rentabilidades que ofrecen estas gestoras con respecto a la renta variable están entre un 9-17% superior a 5, 10 y 20 años, posicionándose como un activo todavía más atractivo que en Estados Unidos (Rizzato, F., & Shah, K. 2024).

Por el lado de las gestoras de alternativos, para entender lo que los ha llevado a tratar de crecer en este mercado, es importante recordar que los particulares solo representan el 16% del total de los activos bajo gestión y los institucionales con el 84% restante, pese a que la distribución de la riqueza en el mundo está distribuida equitativamente entre ellos (**gráfico 3**), (Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habbel, M., 2023). Además, según McKinsey, el valor de la inversión en el mercado cotizado de renta variable a nivel global en 2021 estaba estimado en 124 trillones de dólares frente a 10 trillones en los privados, demostrando la gran oportunidad de crecimiento que puede tener el sector si se captan más recursos en los mercados privados, donde están presentes la gran mayoría de las empresas de la economía mundial (**gráfico 5**), (Capital, C. s. f.).

Este interés mutuo ha sido el detonante y la causa de que las gestoras de alternativos hayan diseñado estructuras por las cuales les es más fácil a los particulares acceder a este activo. A lo largo del trabajo se han explicado distintos métodos, tipologías de vehículos y enfoques de distribución que se resumen a continuación.

Por un lado, se encuentra lo que se ha denominado *B2B* o fondos alimentadores intermediados (cerrados), los cuales han servido históricamente para ese 16% de

particulares que han logrado penetrar en los alternativos y, se espera que esta metodología siga adquiriendo popularidad mediante plataformas *B2B* que faciliten la conexión. Por otro lado, el *B2C* o los fondos alimentadores que van directos al consumidor, como lo que hace la plataforma Moonfare a través de vehículos cerrados (**figura 6**) o Securitize a través de abiertos y la tokenización de los mismos (**figura 5**). Por último, el *B2B2C* o los acuerdos de las gestoras de alternativos con las plataformas tecnológicas para que distribuyan sus fondos semi líquidos entre sus clientes. Además, hay otras plataformas que completan todo este proceso mediante la asistencia en la creación de vehículos, análisis de diligencias, educación y plataformas para comprar y vender participaciones a través del mercado secundario. (Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habbel, M., 2023).

A día de hoy, las gestoras de alternativos han tratado de entrar en el mercado de particulares utilizando estrategias distintas. Dado que estos enfoques son muy recientes, es muy pronto para saber cuáles son los ganadores y perdedores de este sector y si hay, o no, de las estrategias mencionadas, una más efectiva para lograrlo. Es por ello que, la mejor solución por ahora será implementar una mezcla de ellas para aumentar la exposición de la gestora a este mercado, hasta que, en un tiempo, se descubra la mejor (Skolnik, O. Habbel, M. Rainey, B. De Mol, A. Ramaswami, I., 2023). No obstante, tras la investigación se puede concluir que, pese a que se esté abriendo el paso a aquellos inversores acreditados, para que se pueda hacer con los minoristas, tanto la regulación como las plataformas *B2C* deben evolucionar.

Por último, es necesario comentar el impacto socio económico que tendrá dicha hipótesis en el futuro. En España, según un estudio realizado por Natixis, finReg y Alternative Ratings en el año 2021, el peso de los alternativos en las carteras de institucionales era de tan solo el 2,8% (Regina, 2021). En Estados Unidos, el 86% de las instituciones invierten en este activo con una exposición media en la cartera del 23% (Nielosn, D. Lantchev, E. Chen, H. Bowden, D. Faille, S. 2023). Dada la gran diferencia entre las inversiones en alternativos de los institucionales españoles y estadounidenses, y los beneficios que aportan estos activos, si se consigue lograr la hipótesis, los españoles podrían tener una jubilación más sólida invirtiendo a nivel particular.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, [Francisco Javier de Jaime Zubia], estudiante de [Administración y Dirección de Empresas Bilingüe] de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "[La conexión de la Banca Privada y el Capital Riesgo mediante la Tecnología Financiera]", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir "no he usado ninguna"]:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20 de abril de 2024

Firma:



V. Bibliografía

Olsen, T. Jones, D. Rodrigues, A. Rainey, B. Habel, M. (2023, 6 julio). Private asset investing desperately needs new market infrastructure. Bain. <https://www.bain.com/insights/private-asset-investing-desperately-needs-new-market-infrastructure/>

Analistas Financieros Internacionales, AFI (2022). Inversión en activos alternativos. https://media.afi.es/webcorporativa/2022/07/Estudio-activos-alternativos-Afi-Aberdeen_DEF_Actualizacion-JUN22.pdf

eEconomista. (s.f.). Beta de una acción. <https://www.eeconomista.es/diccionario-de-economia/beta>

Estrategias de inversión. (2024, 12 enero). Ranking de las mejores entidades de banca privada 2024. [https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/empresas/ranking-de-las-mejores-entidades-de-banca-privada-n-627289#:~:text=La%20banca%20privada%20es%20una,en%20ingl%C3%A9s\)%20y%20a%20familias%20adineradas.](https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/empresas/ranking-de-las-mejores-entidades-de-banca-privada-n-627289#:~:text=La%20banca%20privada%20es%20una,en%20ingl%C3%A9s)%20y%20a%20familias%20adineradas.)

Maccarrone, D. (s. f.). Alternatives 2.0: Innovative Ways to Diversify Your portfolio | Morgan Stanley. Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/alternative-investments-portfolio-diversification>

Kenton, W. (2022, 2 octubre). Limited Partner: What It Is, Laws, Role, and Tax Treatment. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/limited-partner.asp>

Unir, V. (2022, 3 febrero). Capital riesgo: ¿en qué consiste esta fuente de financiación empresarial? UNIR. <https://www.unir.net/empresa/revista/capital-riesgo/>

Rizzato, F., & Shah, K. (2024, 2 febrero). European private equity's outsized edge over public markets. iCapital. <https://icapital.com/insights/private-equity/european-private-equitys-outsized-edge-over-public-markets/#:~:text=These%20figures%20suggest%20that%20over,markets%20of%207.2%25%20per%20annum.>

Leary, K. (2023, 8 abril). What asset allocators need to know about the denominator effect. Pitchbook. <https://pitchbook.com/blog/what-is-the-denominator-effect-exploring-portfolio-rebalancing-strategies>

Capolaghi, L. (2023, 24 octubre). The boom of private equity FinTech: untapping retail investors. EY Luxembourg. https://www.ey.com/en_lu/private-equity/the-boom-of-private-equity-fintech-untapping-retail-investors

CNMV. (s.f.). https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GRO3_Fintech.pdf

Pipedrive. (2020, 13 noviembre). B2B y B2C: las diferencias en las ventas. Pipedrive. <https://www.pipedrive.com/es/blog/que-es-b2b-b2c>

Banco BiG. (2023, 2 agosto). ¿Qué es un broker? ¿Cuáles son sus características y funciones principales? <https://www.bancobig.es/actualidad/artigo/que-es-un-broker-cuales-son-sus-caracteristicas-y-funciones-principales>

Mediolanum, B. (2023, 14 junio). Qué es la banca privada y cuáles son las funciones del gestor o asesor financiero. Un Banco Mejor. <https://blog.bancomediolanum.es/que-es-la-banca-privada-y-funciones-asesor-financiero/>

Morcillo, S. (2020, 11 febrero). Así es como va a redefinir la banca privada su modelo de negocio. Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/asi-es-como-va-a-redefinir-la-banca-privada-su-n-44143>

Asesor. (2021, 3 junio). ¿Dónde puede trabajar un asesor financiero? Parte 2 - AFE | UPV. AFE | UPV - Curso Asesor Financiero Europeo. <https://afe.webs.upv.es/donde-puede-trabajar-un-asesor-financiero-parte-2/>

Mutua madrileña. (s. f.). Blog de Mutuactivos. <https://www.mutua.es/blog-mutuactivos/formacion-financiera/que-es-la-gestion-discrecional-de-carteras/>

CNMV. (s. f.). https://www.cnmv.es/portal/mifidii_mifir/mapamifid.aspx?lang=es

Cinco Días. (2022, 16 septiembre). El auge de la gestión discrecional y el asesoramiento en la inversión en fondos. Cinco Días. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/09/15/opinion/1663267081_460684.html

Gómez, L., & Contreras, E. (2024, 26 febrero). La banca privada crece un 19% y dobla el patrimonio en fondos de inversión. elEconomista.es. <https://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/12690425/02/24/la-banca-privada-crece-un-19-y-dobla-el-patrimonio-en-fondos-de-inversion.html>

Quilez, J. D. (2017, 11 mayo). Productos para grandes patrimonios: banca privada, family office, EAFIs y SICAVs. Rankia. <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3543735-productos-para-grandes-patrimonios-banca-privada-family-office-eafis-sicavsc>

Quilez, J. D. (2017, febrero 13). Diferencias entre agencias de valores, EAFIs y comercializadoras. Rankia. <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3450896-diferencias-agencias-valores-eafis-comercializadoras>

Inverco, A. (s.f.). Qué son los Fondos y Sociedades de Inversión (IIC). <https://www.inverco.es/20/22/25>

Oscar. (2023, May 3). Peso en 2023 de los mercados privados en las carteras de los inversores españoles y posible evolución - FundsPeople España. FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/peso-en-2023-de-los-mercados-privados-en-las-carteras-de-los-inversores-espanoles-y-posible-evolucion/>

Ponz, C. (2022, 26 enero). Gestión discrecional y asesoramiento financiero, ¿son compatibles en el escenario actual? El Asesor Financiero. <https://elasesorfinanciero.com/gestion-discrecional-y-asesoramiento-financiero-son-compatibles-en-el-escenario-actual/>

Inverco, A. (2023, 30 septiembre). <https://www.inverco.es/archivosdb/gdc-distriic-sept2023.pdf>

Inverco, A. (2023, diciembre). Estadística de Gestión de IIC y FP por grupos Financieros. <https://www.inverco.es/archivosdb/2312-estadistica-de-gestion-grupos-financieros.pdf>

Expansión. (s. f.). Que es una sicav? <https://www.expansion.com/economia-para-todos/inversion/que-es-una-sicav.html>

Inverco, A. (2023, 14 febrero). Informe 2022 y perspectivas 2023. <https://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2022.pdf>

Bankinter. (s. f.). ¿Fondo de inversión de renta fija, de renta variable o de renta mixta? | FAQs | Bankinter. <https://www.bankinter.com/banca/preguntas-frecuentes/productos-de-inversion/fondo-de-inversion-de-renta-fija-de-renta-variable-o-de-renta-mixta>

Inverco. (s.f.). Fondos de inversión. <https://www.inverco.es/38/39/101/2024/1>

Hita, E. (2021, 27 octubre). El 'private equity' se democratiza entre los inversores minoritarios. https://www.elconfidencial.com/mercados/2021-10-27/private-equity-inversores-minoritarios-qualitas-funds-bra_3313248/

Canfranc, M. R. (2020, 15 octubre). Qué significa invertir en capital riesgo. BBVA NOTICIAS. <https://www.bbva.com/es/que-significa-invertir-en-capital-riesgo/>

De las Casas, J. (2022, 6 octubre). Apalancamiento financiero: qué es, para qué sirve y qué riesgos tiene. Business Insider España. <https://www.businessinsider.es/que-es/apalancamiento-financiero-1133249>

El Economista (s. f.). El capital riesgo desafía la inflación y el alza de tipos con retornos del 20%. [revistas.eleconomista.es. https://revistas.eleconomista.es/capital-privado/2023/junio/el-capital-riesgo-desafia-la-inflacion-y-el-alza-de-tipos-con-retornos-del-20-OP14390871](https://revistas.eleconomista.es/capital-privado/2023/junio/el-capital-riesgo-desafia-la-inflacion-y-el-alza-de-tipos-con-retornos-del-20-OP14390871)

Skolnik, O. Habbel, M. Rainey, B. De Mol, A. Ramaswami, I. (2023, 27 febrero). Why private equity is targeting individual investors. Bain. <https://www.bain.com/insights/why-private-equity-is-targeting-individual-investors-global-private-equity-report-2023/>

S. Burns, W. Charlton and D. Hyman. (2019, 23 agosto). What to Know About the Trend Toward Institutional Investing. Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/insights/2019/08/23/institutional-investing>

Zakrzewski, A. Palmisani, E. Covazzi, G. Teixeira, B. Bacchetti, B. Bizzozero, M. Shah, K. Boehler, T. & Rizzato, F. (2022). The future is private. BCG & ICapital. <https://web-assets.bcg.com/36/e6/5e6897294b22908b44c9a19d182b/bcg-icapital-the-future-is-private.pdf>

Latta, A. (2017, 6 junio). LP Corner: Size matters - on committed capital, called capital and uncalled capital. <http://www.allenlatta.com/allens-blog/lp-corner-size-matters-on-committed-capital-called-capital-and-uncalled-capital#:~:text=Committed%20Capital%20%3D%20fund%20size%20%3D%20sum,%22paid%2Din%20capital.%22>

Abogados, A. (2023, 21 febrero). Compras apalancadas y la cautela de la asistencia financiera. Argali Abogados. <https://argaliabogados.com/index.php/2023/02/21/compras-apalancadas-cautela-asistencia-financiera/>

Gonzalez, P. (2020, 17 abril). Financiación y asistencia financiera. ILP Abogados. <https://www.ilpabogados.com/financiacion-y-asistencia-financiera/>

Espinosa, P. (2023, 8 noviembre). Understanding the private equity secondary market. <https://www.moonfare.com/pe-masterclass/pe-secondary-market>

Kenton, W. (2019, 22 agosto). J Curve: Definition and Uses in Economics and Private Equity. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/j/j-curve-effect.asp>

Potter, M. (2023, 20 abril). Q2 2023 pitchbook analyst note: The evolution of private market secondaries. <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2023-pitchbook-analyst-note-the-evolution-of-private-market-secondaries>

MacArthur, H. Rainey, B. Skolnik, O. De Mol, A. (2024, 11 marzo). Have Secondaries Reached a Tipping Point? Bain. <https://www.bain.com/insights/have-secondaries-reached-a-tipping-point-global-private-equity-report-2024/>

Morales, R. (2023, 14 marzo). Fintech: qué es, cómo funciona y para qué sirve. Legaltech. <https://blog.lemontech.com/fintech/>

Trificana, J. (2023, 9 agosto). What is fintech? 6 main types of fintech and how they work. Plaid. <https://plaid.com/resources/fintech/what-is-fintech/>

SiaPartners. (2023, 6 febrero). FinTech's Impact on Traditional Wealth Management. <https://www.sia-partners.com/en/insights/publications/fintechs-impact-traditional-wealth-management>

FundsPeople España. (2020, 9 diciembre). Activos alternativos: qué son exactamente <https://fundspeople.com/es/glosario/activos-alternativos-que-son-exactamente/>

Casado, R. (2022, 27 diciembre). El capital riesgo encara en 2023 su año más incierto y desafiante. elEconomista.es. <https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12089547/12/22/El-capital-riesgo-encara-en-2023-su-ano-mas-incierto-y-desafiante-.html>

Preqin. (s. f.). Alternative Assets Data, Solutions and Insights. <https://www.preqin.com/insights/research/reports/alternatives-in-2024?chapter=private-equity-in-2024>

Sarría, I. (2014, 9 diciembre). El peligroso "efecto denominador" elconfidencial.com. https://blogs.elconfidencial.com/mercados/secretos-del-private-equity/2008-12-08/el-peligroso-efecto-denominador_582360/

Murgatroyd, G. (2024, 2 febrero). Alternative Assets Data, Solutions and Insights. Preqin. <https://www.preqin.com/news/private-wealth-in-2024-how-gps-can-tackle-the-fundraising-challenge>

Hedges, M. (2022, 21 noviembre). The private markets challenges wealth managers must overcome. Delio. <https://www.deliogroup.com/news/the-private-markets-challenges-wealth-managers-must-overcome/>

Morgan Stanley. (2016). Private equity an important alternative for your asset allocation. https://advisor.morganstanley.com/robert.duenner/documents/field/d/du/duenner-iii-robert-h/Private_Equity.pdf

Boole, T. (2024, 29 enero). Inversión privada en mercados privados: todo lo que debe saber. Schroders. <https://www.schroders.com/es-es/es/inversores-profesionales/visi%C3%B3n-de-mercado/inversion-privada-en-mercados-privados-todo-lo-que-debe-saber/>

FundsPeople España. (2023, 4 septiembre). Fondos evergreen: qué son y por qué cada vez más firmas acuden a ellos para iniciarse en capital riesgo - FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/glosario/fondos-evergreen-que-son-y-por-que-cada-vez-mas-firmas-acuden-a-ellos-para-iniciarse-en-capital-riesgo/>

Hamilton Lane. (s. f.). Evergreen Funds: An Introduction. Hamilton Lane. <https://www.hamiltonlane.com/en-us/education/private-markets-education/evergreen-funds>

Marshall, J. (2022, 3 octubre). Diez términos de Private Equity que debes conocer según Schroders. Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com/fondos/diez-terminos-de-private-equity-que-debes-conocer-n-559833>

Huber, P. (2024, 21 febrero). Private Equity Secondary Act. Cliffwater <https://media.licdn.com/dms/document/media/D4D1FAQE4dbkq1m-pjA/feedshare-document-pdf-analyzed/0/1708543178104?e=1709769600&v=beta&t=N4Gi0KzC8K3Dy6FyPNrttiNG7aTWfdIf8V3jWnMLnbw>

Goldman Sachs (s. f.). The Key Features of Semi-Liquid Funds. <https://www.gsam.com/content/gsam/us/en/institutions/market-insights/gsam-insights/2023/semi-liquid-funds-key-features.html>

Snyder, A. Sun, L. & Reade, N. (2023, 6 abril). The potential trade-offs of private market fund structures: part one - CAIS. <https://www.caisgroup.com/articles/the-potential-tradeoffs-of-evergreen-fund-structures>

Cscgfm. (2024, 23 enero). A Brief Guide to Evergreen Funds – CSC. <https://www.cscgfm.com/blog/a-brief-guide-to-evergreen-funds/>

Jera Capital. (2022, mayo). Benefits of Evergreen Funds In The Private Markets Investing Model. Jera Capital. <https://lpea.lu/wp-content/uploads/2022/05/Jera-Capital-White-Paper-Evergreen-May-22.pdf>

Blackstone European Private Credit Fund. (2024, 22 enero). Resources | ECRED | Blackstone European Private Credit Fund. <https://www.ecred.com/resources/>

Carlyle. (2024, 13 febrero). Carlyle European Tactical Private Credit Fund. <https://www.carlyle.com/carlyle-european-tactical-private-credit-fund>

iCapital. (2024, 21 enero). What are Non-Traded Business Development Companies (BDCs)? iCapital. <https://icapital.com/insights/private-credit/what-are-non-traded-business-development-companies-bdcs/>

Ares Strategic Income Fund (ASIF). (s. f.). Ares Wealth Management Solutions. <https://www.areswms.com/solutions/asif>

McKinsey & Company. (2023, marzo). Private markets turn down the volume. McKinsey Global Private Markets Review 2023. <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2023/mckinsey-global-private-markets-review-2023.pdf>

Buster, J. (2022, 10 mayo). Feeder Fund. Delano. <https://delano.lu/article/jargon-buster-feeder-fund>

Meyers, M., GéMesi, N., Klethi, P., & Aroutiunian, V. (2023, 30 junio). Q&A: managing retail funds in Luxembourg. Lexology. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=46e00932-2773-4760-9ea9-38d7e8c9257f>

Blackstone Private Wealth Solutions. (2024, 1 marzo). Private Wealth Solutions EMEA. <https://pws.blackstone.com/emea/>

Clifford Chance. (2023). Alternative Investments Funds. The Luxembourg Toolbox. <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/PDFDocuments/luxembourg-AIF-toolbox-2023.pdf>

Hooghiemstra, S. (2023, 26 mayo). Retailization, ELTIFs & the Resurrection of Part II Funds. <https://www.linkedin.com/pulse/retailization-eltifs-resurrection-part-ii-funds-hooghiemstra/>

Clifford Chance. (2014, octubre). Nuevo marco normativo para la inversión colectiva en España. <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2014/10/nuevo-marco-normativo-para-la-inversion-colectiva-en-espana.pdf>

Rubio. A. (2022, 3 octubre). Ya es toda una realidad: entra en vigor la bajada de la inversión mínima en capital riesgo a 10.000 euros - FundsPeople España. FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/ya-es-una-realidad-entra-en-vigor-la-bajada-de-la-inversion-minima-en-capital-riesgo-a-10-000-euros/>

Rubio. A. (2023, 3 marzo). Atención, gestoras que quieran registrar un fondo alternativo en Luxemburgo: existen estas estructuras - FundsPeople España. FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/atencion-gestoras-que-quieran-registrar-un-fondo-alternativo-en-luxemburgo-existen-estas-estructuras/>

Cañete, I. (2018, 5 abril). Cuatro formas de mejorar el mundo gracias a 'blockchain'. BBVA NOTICIAS. https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/cuatro-formas-mejorar-mundo-gracias-blockchain/?utm_source=bing&utm_medium=cpc&utm_campaign=ES_FIN_BBVA_Search_GEN_AL_L_&utm_term=https%3A%2F%2Fwww.bbva.com%2Fes%2Fsostenibilidad%2F&utm_content=Gen_eric_Sostenibilidad_DSA

Securitize. (s. f.). <https://securitize.io/learn/about-tokenization>

Laker, B. (2022, 23 mayo). The platforms leading the alternative investments tech evolution. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/benjaminlaker/2022/05/23/the-platforms-leading-the-alternative-investments-tech-evolution/?sh=76b16a024f40>

FasterCapital. (2024, 24 febrero). Due diligence: Mastering Due Diligence in Private Investment Funds - FasterCapital. <https://fastercapital.com/content/Due-diligence--Mastering-Due-Diligence-in-Private-Investment-Funds.html#Introduction-to-Due-Diligence-in-Private-Investment-Funds>

iCapital. (2023, 20 julio). Custom Platform Solution - iCapital. <https://icapital.com/custom-platform-solution/>

Ghilarducci, M. (2023, 19 julio). iCapital® Launches iCapital Marketplace to Connect Wealth Managers to World's Largest Selection of Alternative Investment Opportunities. iCapital. <https://icapital.com/newsroom/press-releases/icapital-launches-icapital-marketplace-to-connect-wealth-managers-to-worlds-largest-selection-of-alternative-investment-opportunities/>

Eurazeo. (2023, 9 marzo). Eurazeo and Moonfare announce a partnership to make Eurazeo's Investment Solutions more accessible to private clients in Europe. Press Release. Eurazeo. <https://www.eurazeo.com/sites/default/files/2023-03/Moonfare-press-release-EN.pdf>

Banani, F., Kwek, J., Lai, J., & Torbey, H. (2023). Everything everywhere all at once: North American asset management 2023. En McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/everything-everywhere-all-at-once-north-american-asset-management-2023>

Hamilton Lane. (2023, 4 mayo). Senior Credit Opportunities Fund via Securitize. Hamilton Lane. <https://www.hamiltonlane.com/en-us/news/scope-available-via-securitize>

Polygon. (s. f.). Securitize Expands Expands Liquidity Potential and Access to Hamilton Lane's Senior Credit Opportunities Fund via Polygon. <https://polygon.technology/blog/securitize-expands-expands-liquidity-potential-and-access-to-hamilton-lanes-senior-credit-opportunities-fund-via-polygon>

Moonfare. (s. f.). Private Equity Secondary Market Platform. Moonfare. <https://www.moonfare.com/secondary-market>

Johnson, R. (2021, 23 noviembre). With Tokenization, the Time has come for Evergreen Funds — Texture Capital. Texture Capital. <https://www.texture.capital/insights/tokenization-evergreen>

Capital, C. (s. f.). Private Market vs Public Market: What's the Difference? | Connection Capital. <https://www.connectioncapital.co.uk/understanding-alternatives/private-markets-and-alternative-investments-the-fundamentals/private-market-vs-public-market-what-s-the-difference/>

Regina. (2021, 15 abril). La inversión en alternativos ilíquidos en España: un mercado de 15.000 millones de euros (y creciendo) - FundsPeople España. FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/la-inversion-en-alternativos-iliquidos-en-espana-un-mercado-de-15-000-millones-de-euros-y-creciendo/>

Nielosn, D. Lantchev, E. Chen, H. Bowden, D. Faille, S. (2023, 6 junio). A study of Allocations to Alternative Investments by Insitutions and Financial Advisors. Fidelity.

<https://institutional.fidelity.com/app/proxy/content?literatureURL=/9909709.PDF>