



Septiembre de 2021

CIO Special



Inversión en Capital Riesgo
Rentabilidades y diversificación

Índice

Autores:
Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer & Head Investment
Solutions

Ivo Višić
Senior Investment Officer
Europe

Sagar Singh
Investment Officer APAC

01	Introducción	p.2
02	¿Qué es la inversión de Capital Riesgo?	p.4
03	El papel del Capital Riesgo en el emprendimiento	p.7
04	Tendencias del Capital Riesgo	p.9
05	Las carteras y el Capital Riesgo	p.13
06	Conclusión	p.19



Utilice el código QR para acceder
a una selección de otros informes
anteriores de Deutsche Bank CIO
(www.deutschewealth.com).



01

Introducción



Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer & Head Investment
Solutions

La recuperación económica mundial de la pandemia de coronavirus hará finalmente subir los tipos de interés, pero los rendimientos históricamente bajos de la renta fija seguramente persistirán aún durante un tiempo. Esto contribuirá a que se mantenga el interés de los inversores por la renta variable. Sin embargo, hay otras maneras de invertir en empresas comerciales.

Ciertos enfoques alternativos tratan de captar una prima por falta de liquidez: el inversor renuncia a la liquidez inmediata (como la existente en una inversión de mercado) con la esperanza de alcanzar rentabilidades más elevadas a largo plazo. Las inversiones de Private Equity pertenecen a esta categoría, pero aquí nos centramos en la inversión de Capital Riesgo (Venture Capital por sus siglas en inglés): la inversión en empresas emergentes o con una trayectoria reciente.

El Capital Riesgo es un área de inversión dinámica que ha ayudado a crear nuevos modelos de negocio, e incluso sectores, fomentando la innovación. La historia muestra que los inversores de Capital Riesgo, al centrarse en las empresas emergentes más prometedoras, han desempeñado un papel crucial para convertirlas en motores del crecimiento económico. Muchas de las diez mayores compañías del mundo por capitalización bursátil –incluidas varias empresas líderes tecnológicas– fueron inversiones de Capital Riesgo en algún momento.

Sin embargo, para muchos inversores privados aún se trata de territorio desconocido. Por consiguiente, este informe empieza explicando qué significa invertir en Capital Riesgo y algunos conceptos como el «ciclo de vida» de la correspondiente inversión. Se considera asimismo el papel de los inversores de Capital Riesgo en el desarrollo empresarial.

A continuación examinamos los factores que subyacen tras el reciente fuerte crecimiento de la inversión en Capital Riesgo, el impacto de la pandemia por COVID-19 y los principales sectores beneficiarios de las inversiones.

En nuestra opinión, el entorno a medio plazo seguirá siendo probablemente favorable a este tipo de inversiones, a la vez que el acceso a este sector es cada vez más fácil.

Si se hace bien, el Capital Riesgo puede generar rentabilidades importantes y proporcionar a las carteras ventajas de diversificación considerables.

No obstante, como explicamos, es importante reducir los riesgos de este tipo de inversión, que suele presentar un perfil global de alto riesgo. La historia muestra que las carteras deberían mantener un abanico diversificado de inversiones de Capital Riesgo (de distintos sectores, en distintas fases y de distintas áreas geográficas) para compensar la posibilidad de fracasos de inversión individuales. Acceder a los mejores gestores de Capital Riesgo es crucial para obtener beneficios de las respectivas inversiones.

Como en todos los casos, la inversión en Capital Riesgo debe considerarse en el contexto de los objetivos de la cartera y la tolerancia al riesgo del inversor. La inversión de Capital Riesgo genera rentabilidad de una manera muy distinta a la construcción de una cartera líquida convencional. El enfoque del Capital Riesgo depende de la posibilidad de que la inversión en un pequeño número de empresas proporcione rentabilidades lo suficientemente altas como para compensar rendimientos bajos o nulos en otras inversiones.

Perspectivas breves: La inversión en Capital Riesgo

- El Capital Riesgo es un área de inversión dinámica y en expansión, con potencial para generar buenas rentabilidades y diversificar la cartera.
- No obstante, los inversores potenciales deben tener en cuenta una serie de riesgos. Muchos objetivos de inversión generarán rendimientos bajos o nulos:

las rentabilidades de las inversiones que prosperen deben ser lo suficientemente elevadas para compensarlos.

- Por consiguiente, las carteras de Capital Riesgo deben mantener un conjunto de activos bien diversificado. Recurrir a los mejores gestores de Capital Riesgo debería contribuir a mejorar las rentabilidades.



02

¿Qué es la inversión en Capital Riesgo?

Las empresas necesitan financiación desde que arrancan hasta que generan beneficios. Sin embargo, a las empresas emergentes puede resultarles difícil acceder a fuentes convencionales de financiación, dada su falta de resultados probados y su baja visibilidad.

La inversión en Capital Riesgo (VC por sus siglas en inglés) puede proporcionar fondos a cambio de una participación en el capital de la empresa, con la esperanza de que la inversión genere una rentabilidad potencial elevada.

Las sociedades de Capital Riesgo invierten principalmente en empresas emergentes con un potencial de crecimiento elevado, a diferencia de las sociedades de Private Equity, que suelen dirigirse a empresas más consolidadas.

El Capital Riesgo puede ser aportado por inversores privados o «ángeles», es decir, personas particulares de elevado patrimonio, o bien puede tratarse de un capital privado constituido en forma de sociedad o institución. Asimismo, el Capital Riesgo puede aportarse a través de filiales de grandes corporaciones constituidas específicamente, sociedades holding de bancos comerciales y otras instituciones financieras. En este último caso pueden existir objetivos adicionales a una rentabilidad elevada -tales como el desarrollo de una tecnología- que tengan sinergias con la empresa y con la sociedad de Capital Riesgo. No obstante, este informe se centra principalmente en fondos generales de Capital Riesgo.

Un repaso histórico

Hasta la década de 1940, las inversiones en sociedades privadas habían sido una prerrogativa de particulares y familias acaudaladas. En 1946, Georges Doriot constituyó American Research and Development Corporation (ARDC), la que seguramente fue la primera firma institucional de Capital Riesgo (VC) del mundo. La empresa recaudó 3,5 millones de dólares con el respaldo del MIT, la Universidad de Pensilvania, la Universidad de Rochester, la Universidad de Rice y varias entidades financieras con el fin de financiar empresas emergentes de los sectores científico y tecnológico.

En los años 1960 y 1970 aumentó el número de empresas privadas de VC en la costa oeste de Estados Unidos, en paralelo con el desarrollo del sector de semiconductores en Silicon Valley. En 1979, el Departamento de Trabajo de Estados Unidos permitió que los fondos de pensiones incluyeran activos alternativos en sus carteras.

En consecuencia, el sector de VC empezó a recibir grandes flujos de capital. En 1978, 23 fondos de VC gestionaban unos 500 millones de dólares de capital, comparados con los 11.000 millones administrados en 1983 por 230 firmas. El VC pasó de centrarse en los semiconductores y procesadores de datos a incluir sectores como los ordenadores personales y la tecnología médica, y se consideró uno de los factores responsables de la burbuja tecnológica que estalló en el 2000: se efectuaron grandes inversiones en compañías tecnológicas incipientes que, retrospectivamente, contaban con probabilidades de éxito muy limitadas. El Capital Riesgo perdió popularidad en los años posteriores al pinchazo de la burbuja tecnológica.

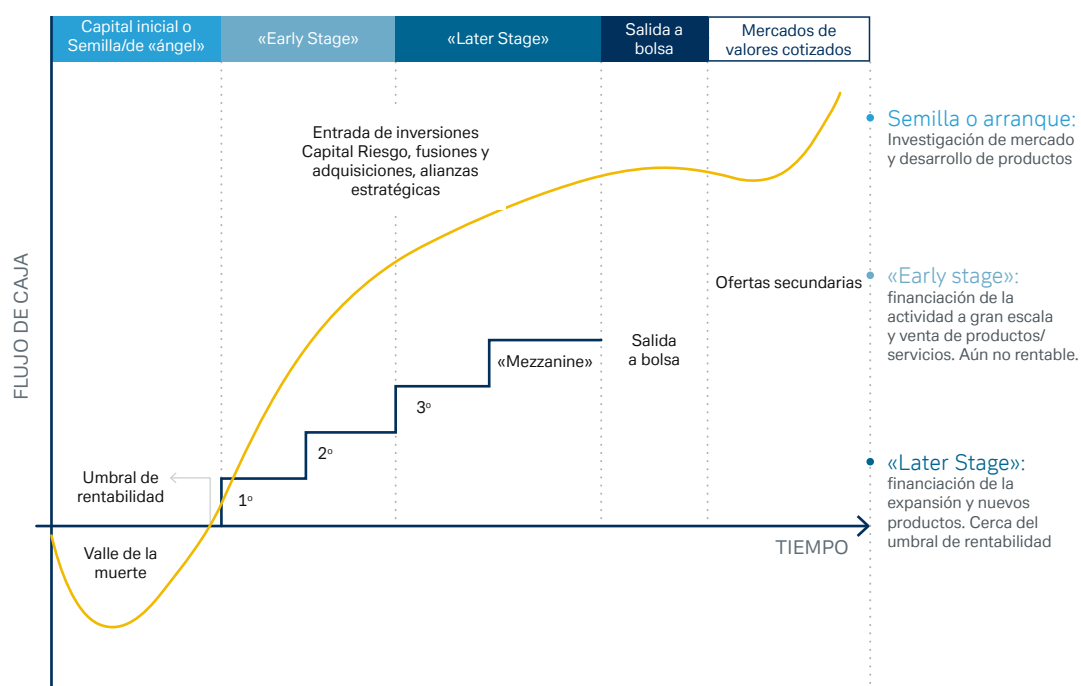
Sin embargo, aproximadamente en la última década, internet ha llevado a la creación de una serie de empresas con unos modelos de negocio sostenibles. El auge de las grandes compañías tecnológicas ha ido acompañado de avances (a menudo, impulsados por la tecnología) en otras áreas, como la asistencia sanitaria. Las firmas de Capital Riesgo han tenido la capacidad de explotar las oportunidades. Comentamos a continuación el crecimiento reciente del sector.

Ciclo de vida de una inversión de VC

La figura 1 muestra las principales fases de la financiación de una inversión de Capital Riesgo. La terminología exacta puede variar ligeramente, pero el concepto clave es el de «financiación en fases». En vez de proporcionar financiación por adelantado, la financiación en fases permite a los inversores de Capital Riesgo obtener periódicamente información actualizada sobre la compañía, supervisar sus principales magnitudes, revisar los planes, y evaluar si desean aportar capital adicional o prefieren salir.

Figura 1: fases de la inversión del Capital Riesgo

Fuente: Cardullo (1999), Financing innovative SMEs in a global economy, 2004.



«El concepto clave es el de financiación en fases. Esto permite a los inversores en Capital Riesgo evaluar si aportar capital adicional o bien salir».

- 1 **Capital inicial o "semilla":** históricamente, el capital «semilla» era aportado a muchas empresas por amigos y familiares; sin embargo, últimamente se ha considerado como la primera ronda de financiación institucional de una «start-up». El capital semilla se invierte principalmente en investigación y desarrollo con el fin de continuar la construcción del producto inicial de la empresa. Las compañías que se encuentran en esta fase suelen caracterizarse por un flujo de caja muy negativo: el capital semilla debe ser lo suficientemente elevado como para que la empresa pueda atravesar el denominado «valle de la muerte», en el que muchos negocios fracasan.
- 2 **Inversión en las fases tempranas o «early stages»:** 1.ª fase (a veces llamada serie A): una vez ha arrancado el interés de los usuarios o las ventas de la empresa emergente, ésta puede captar nuevos fondos de un inversor «early stage». El producto se va mejorando a medida que se cuenta con más información. Las cantidades de financiación aportadas en esta fase suelen ser un múltiplo de las de la fase inicial de capital semilla.

2.ª fase (serie B): la ronda «early stage» final: en esta 2.ª fase, las empresas han conseguido en general un producto que encaja en el mercado y un fuerte incremento del número de usuarios, o incluso de las ventas. Las empresas captan a menudo capital para invertir en actividades comerciales y de venta con el fin de expandir el producto a mercados más amplios. Los importes aportados en esta fase son aún importantes, y es posible que participen en ella únicamente inversores especializados.
- 3 **Capital de expansión o «later stage» / de tercera fase:** una vez que una empresa emergente ha alcanzado la tercera fase de financiación o «later stage» (serie C), ya no suele considerarse una empresa «early stage». Estas compañías siguen financiando su expansión invirtiendo en el negocio. El objetivo es alcanzar un fuerte crecimiento, posiblemente a través de adquisiciones de competidores potenciales. El tipo de inversores que participa en esta fase podría ampliarse e incluir a inversores no especializados en Capital Riesgo, puesto que en estos momentos la empresa se considera completamente viable.

Financiación «mezzanine»/antes de salir a bolsa: en esta etapa, las empresas «later stage» no suelen ser aún rentables y siguen captando capital para financiar el crecimiento a través de una cuarta ronda (serie D) y rondas adicionales de financiación, y conseguir finalmente una salida, aunque algunas compañías pueden salir antes de esta fase.

La última ronda de financiación antes de una salida se denomina a menudo «ronda antes de la salida a bolsa» (o serie E+). En los últimos años, estas rondas han estado dominadas por inversores que tradicionalmente no se centraban en empresas emergentes, tales como fondos soberanos, fondos de inversión y hedge funds.
- 4 **Salida a bolsa o salida a través de fusión/adquisición:** la salida de las empresas financiadas por VC que prosperan suele ser o bien a través de la venta a una empresa más grande, o bien saliendo a bolsa. Los medios de comunicación se centran a menudo en las salidas a bolsa, pero las transacciones de fusión/adquisición han sido más habituales en las salidas de empresas emergentes en cualquier fase. Más adelante en este informe hablamos de las SPAC (Special Purpose Acquisition Companies, sociedades de adquisición con fines especiales).

En última instancia, el objetivo de los inversores suele ser recoger beneficios de la inversión en este momento, siempre y cuando la empresa haya sobrevivido y prosperado.



03

El papel del Capital Riesgo en el emprendimiento

El papel de los inversores de Capital Riesgo

Un estudio (Lerner y Nanda, 2020) indica que, en Estados Unidos, cada año, menos del 0,5% de las empresas constituidas se financian mediante Capital Riesgo; sin embargo, estas representan casi el 50% de las empresas que acaban cotizando en el mercado.

Los inversores de Capital Riesgo aportan algo más que capital. Muchas empresas emergentes son de alto riesgo debido a la elevada incertidumbre sobre la rentabilidad, la información asimétrica, la falta de activos tangibles sustanciales, etc. Normalmente, además de proporcionar un colchón de capital, los inversores de VC forman parte del consejo de las empresas de su cartera y participan activamente en su gestión. Ello incluye a menudo conectar la firma con recursos y competencias para el desarrollo y la producción, proporcionar asesoramiento y redes de contactos para actividades comerciales, y ayudar en la contratación de directivos. De este modo, siguen siendo socios con los emprendedores/fundadores durante el proceso de expansión de la empresa, hasta que ésta sea viable.

Como parte de este proceso, hay varias rondas de financiación de VC para la empresa. En cada ronda, la compañía debe alcanzar ciertos hitos para poder recibir nuevos fondos con el fin de seguir creciendo o expandiéndose. Si no alcanza estos objetivos, o si el perfil de riesgo cambia considerablemente (debido a condiciones del mercado o a las normativas, por ejemplo), la responsabilidad del VC hacia sus propios partícipes puede llevar a una salida temprana. Estas características –la paciencia, la orientación y conocimientos directos y la voluntad de asumir un elevado riesgo de fracaso– hacen que el Capital Riesgo sea una clase de activo única. La figura 2 muestra un resumen de las principales características del Capital Riesgo.

Figura 2: Principales características de las inversiones de Capital Riesgo

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a agosto de 2021.



El Capital Riesgo y los criterios ESG

Los inversores potenciales de Capital Riesgo no pueden ignorar los aspectos ESG (ambientales, sociales y de buen gobierno), aunque no sean centrales en la decisión de inversión. La demanda de inversiones con criterios ESG ha aumentado exponencialmente en los últimos años y, por ende, la presión sobre los inversores para que integren dichos factores de sostenibilidad en sus inversiones. Los inversores de Capital Riesgo, dada su importancia para influir en la forma y la dirección de las posibles futuras empresas del mercado, pueden ayudar a mejorar la sostenibilidad incorporando consideraciones ESG (ambientales, sociales y de buen gobierno) en su proceso de selección de carteras.

Sin embargo, del dicho al hecho hay un trecho. Los inversores de Capital Riesgo suelen abarcar modelos de negocio disruptivos que no han desarrollado a menudo los procesos necesarios para abordar aspectos ESG. Asimismo, pueden formar parte de sectores, como el tecnológico, en torno a los que empieza a haber preocupaciones sobre los aspectos ESG. Sin embargo, a pesar de estas reservas, la adopción relativamente temprana de unas políticas ESG puede ayudar a mitigar los riesgos. Es probable que resulte menos problemático para una empresa si las consideraciones ESG se han integrado en su cultura en las fases tempranas, en vez de incorporarse debido a la presión de la vigilancia de inversores, auditores o reguladores.

«Abordar las consideraciones ESG puede ser difícil en algunas inversiones de Capital Riesgo. Pero la adopción de unas políticas ESG puede ayudar a mitigar los riesgos».



04

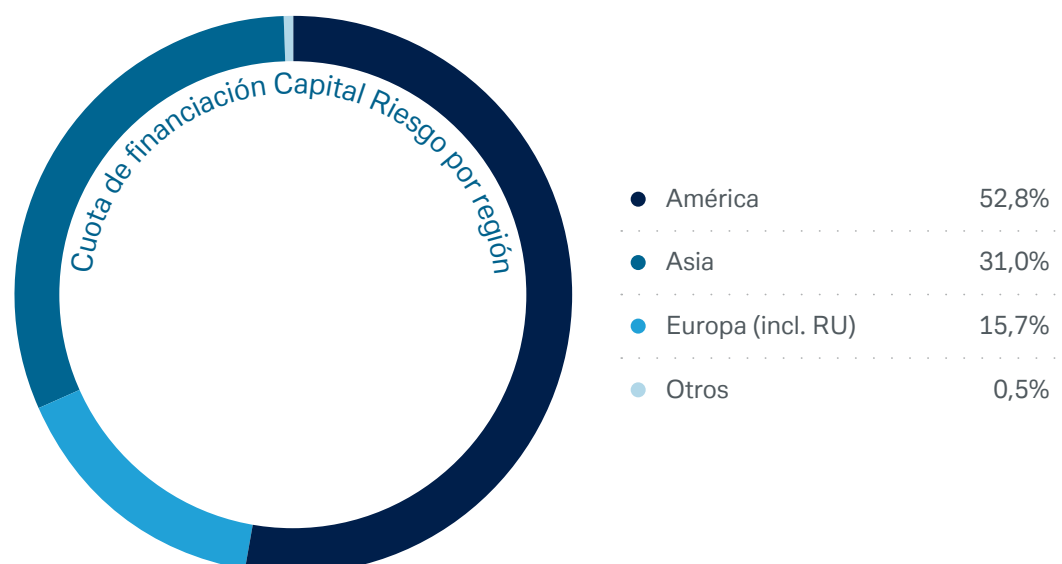
Tendencias del Capital Riesgo

El crecimiento y la pandemia de COVID-19

Las inversiones de Capital Riesgo crecieron entre 2015 y 2020 a una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 13,5%, hasta alcanzar un total de 330.200 millones de dólares ese año. América sigue representando la mayor cuota del mercado, con un 52,8% del valor total de las transacciones en 2020. Asia y Europa representaron un 31,0% y un 15,7% del mercado mundial, respectivamente (véase la figura 3).

Figura 3: Desglose regional de las inversiones mundiales de Capital Riesgo en 2020

Fuente: Venture Pulse, Q1-21, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Datos facilitados por PitchBook. Cifras del 21 de abril de 2021.



En 2020, el coronavirus causó una disrupción importante en muchos sectores, pero también dio un impulso a la transformación tecnológica y a la innovación, ya que el mundo empresarial trató de sacar partido del auge de las tendencias de digitalización y de replantearse los modelos de negocio. Este entorno de rápido cambio comportó un incremento de la financiación en muchos segmentos durante la segunda mitad del 2020, ya que los inversores intentaron dirigirse a aquellas empresas con mayor aceleración de la demanda.

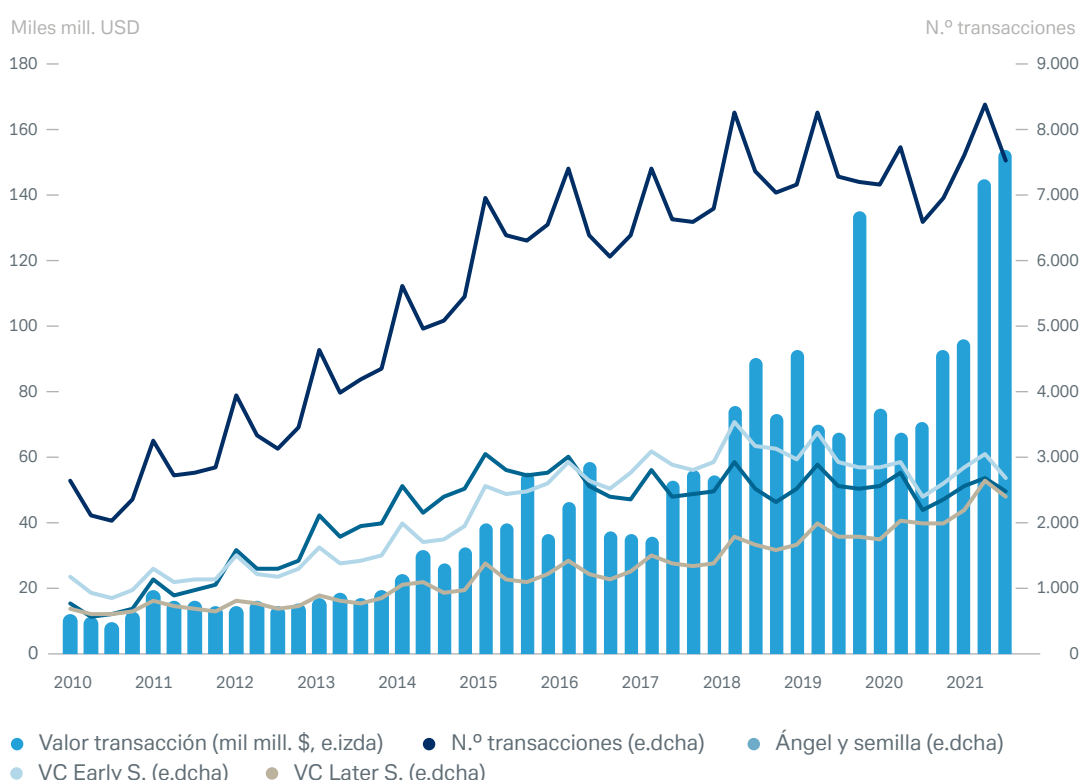
Las inversiones mundiales de Capital Riesgo han alcanzado niveles sin precedentes en 2021. Tanto es así que la inversión en el 2.º trimestre de este año se ha elevado a 157.100 millones de dólares (véase la figura 4). Tanto en Europa (34.000 millones de dólares) como en Estados Unidos (75.000 millones) y en el conjunto de las Américas (84.000 millones), los volúmenes de financiación de VC han llegado a nuevos máximos, si bien Asia (38.000 millones) ha permanecido bastante por debajo del pico alcanzado en el tercer trimestre de 2019. Vale la pena mencionar que en Europa se han registrado cuatro trimestres consecutivos de niveles récord de inversión de VC, y la financiación de VC ha aumentado por sexto trimestre consecutivo. Este impresionante crecimiento ha obedecido principalmente a un incremento del número de empresas maduras, así como de los «unicornios» existentes (empresas con una valoración superior a 1.000 millones de dólares) que requieren importes sustanciales en varios sectores e industrias. Si bien los volúmenes de transacciones han caído ligeramente en el Reino Unido con respecto a los niveles récord alcanzados en el 1.er trimestre, Irlanda y Alemania han registrado sus mejores trimestres de la historia en cuanto a inversión de VC.

Cabe destacar que, en los últimos cuatro trimestres, la inversión global de VC ha ido creciendo en términos interanuales, pese a un menor número de transacciones. Ello podría reflejar una preferencia más marcada por unos modelos de negocio probados y por las transacciones «later stage» en la mayoría de regiones del mundo, porque, en periodos de alta incertidumbre, las empresas en fases más avanzadas podrían considerarse apuestas más seguras. El riesgo es que los continuos descensos en la financiación de VC en fases muy tempranas podrían afectar a largo plazo la cartera global de transacciones potenciales.

La rivalidad entre los inversores para hacerse con un trozo del pastel ha suscitado sin duda preocupaciones sobre las elevadas valoraciones en algunos sectores; sin embargo, los altos múltiplos alcanzados por las empresas que acaban saliendo a bolsa respaldan los niveles de precios actuales.

Figura 4: Financiación global de Capital Riesgo

Fuente: Venture Pulse, Q2'21, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Datos facilitados por PitchBook. Cifras del 21 de julio de 2021.

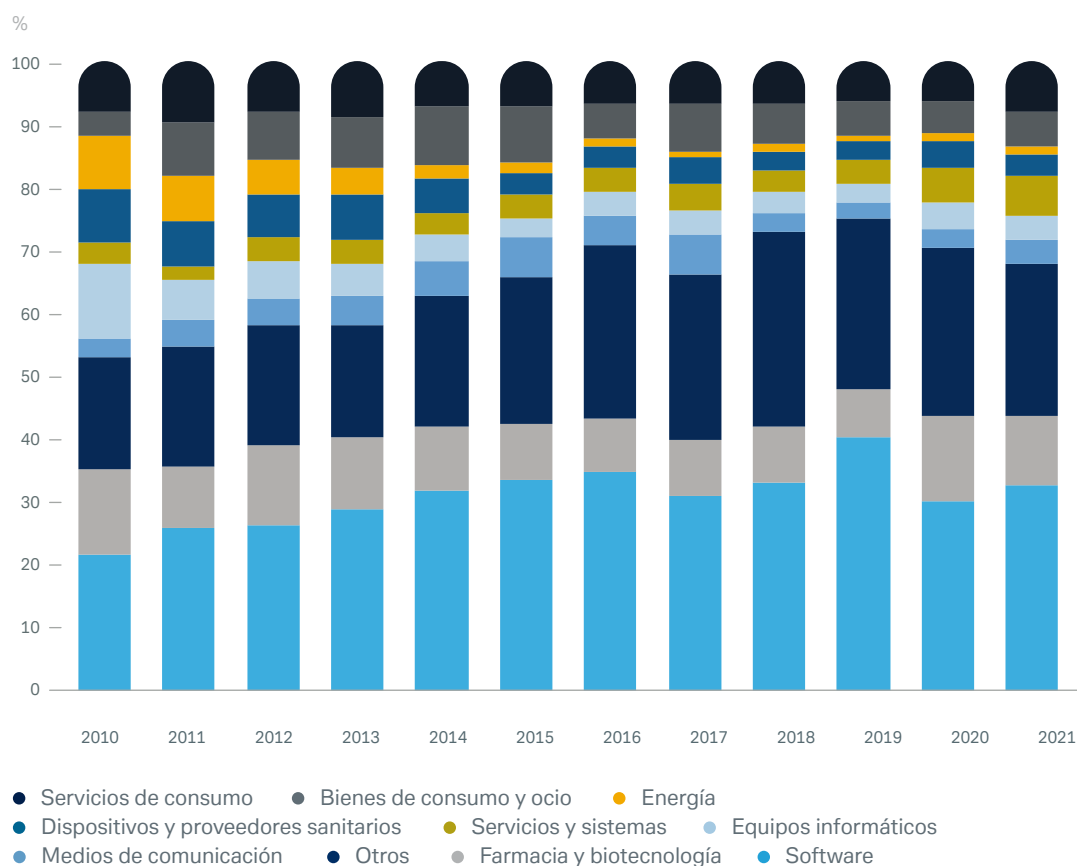


En el primer semestre de 2021, la mayor parte del capital invertido se ha asignado a sectores que se han visto impulsados por la pandemia. Las compañías de software y de diversas soluciones digitales centradas en el consumidor (videojuegos, tecnología financiera, tecnología de la educación, logística y entrega de comidas, así como asistencia sanitaria y biotecnología) gozaron de una gran demanda. Pero no se trata meramente de una respuesta a corto plazo. La figura 5 muestra el desglose sectorial de la financiación global de Capital Riesgo desde 2013 y muestra un aumento de la proporción con respecto a la inversión total de los sectores de software, de farmacia y biotecnología, y de servicios y sistemas sanitarios.

«La mayor parte del capital en 2021 se ha asignado a sectores que se han visto impulsados por la pandemia. Pero no se trata meramente de una respuesta a corto plazo».

Figura 5: Tendencias de la financiación global a empresas respaldadas por VC, por sectores

Fuente: Venture Pulse, Q2'21, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Datos facilitados por PitchBook. Cifras del 21 de julio de 2021.

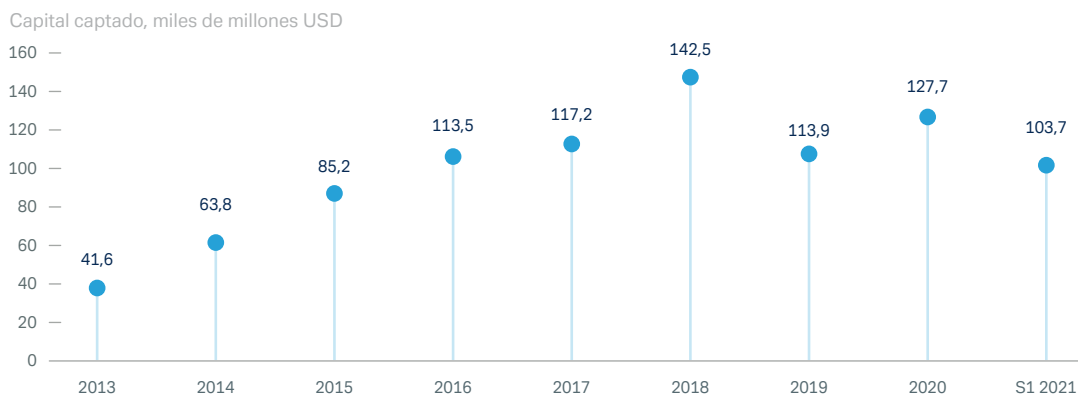


Los inversores han continuado comprometiendo grandes cantidades de capital en fondos de Capital Riesgo. En 2020 se captaron 127.700 millones de dólares y posteriormente los compromisos de capital alcanzaron 103.700 millones en la primera mitad del 2021 (véase la figura 6). Si se mantiene el ritmo actual de los compromisos de capital, en 2021 probablemente se alcanzarán por primera vez más de 200.000 millones de dólares asignados a fondos de Capital Riesgo en todo el mundo. La concentración de los fondos también está aumentando claramente (es decir, más capital asignado entre menos vehículos de inversión). En 2021, el interés se ha dirigido más a «fondos de +1.000 mill. USD», en que los inversores buscan gestores de fondos con una trayectoria demostrada de rentabilidades superiores al promedio. No obstante, sigue habiendo unos volúmenes considerables de primeras rondas de captación de capital, y cada vez más vehículos desean participar en áreas nicho (a menudo, segmentos menos demandados) que podrían favorecer una innovación radical.

«La concentración de los fondos está aumentando: se está asignando más capital, pero entre menos vehículos de inversión».

Figura 6: Aumento de los volúmenes globales de captación de fondos de Capital Riesgo

Fuente: Venture Pulse, Q2'21, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Datos facilitados por PitchBook. Cifras del 21 de julio de 2021.



Perspectivas a medio plazo

A medio plazo, el entorno global seguramente se mantendrá favorable para el futuro crecimiento del mercado de Capital Riesgo. Hay una abundancia en el mercado de capital disponible para invertir o «dry powder» (el término del sector para el capital comprometido, pero aún sin asignar), y la competencia para acceder a las mejores transacciones seguramente respaldará las valoraciones. También es probable que la continuación del entorno de bajos tipos de interés en muchas partes del mundo mantenga el interés de los inversores por el Capital Riesgo.

Las tendencias de digitalización, así como el cambio de los hábitos de consumo y de inversión, también podrían contribuir a desarrollar aún más el mercado de Capital Riesgo. Asimismo, los fondos de inversión y el sector bancario están facilitando el acceso a sus clientes al universo de Capital Riesgo.

Más allá de la pandemia de COVID-19, es probable que las inversiones de Capital Riesgo en muchas áreas del sector sanitario permanezcan boyantes, dada la necesidad de modernizar muchos aspectos del sistema sanitario y las oportunidades de utilizar o aprovechar nuevas tecnologías en este contexto (la salud es uno de nuestros temas de inversión clave a largo plazo). La IA y la robótica seguramente también pasarán a ser algunos de los principales temas de inversión de Capital Riesgo.

Asimismo, la configuración del sector podría cambiar: las inversiones de Capital Riesgo por parte de corporaciones se van acelerando, con compañías consolidadas que buscan empresas emergentes innovadoras que las puedan ayudar a ampliar su cartera digital y a mejorar la eficiencia de sus actividades.

También podrían producirse cambios en la fase final de la inversión de Capital Riesgo, cuando los inversores cosechan ganancias con la salida a bolsa de las empresas.

Las SPAC (Special Purpose Acquisition Companies, sociedades de adquisición con fines especiales) han ido aumentando de visibilidad en los últimos trimestres, y representan una alternativa a la oferta pública de venta (OPV) tradicional como vía para que una empresa deje de estar participada por capital privado y salga a bolsa. (Los inversores comprometen su capital con la SPAC sobre la base de un «cheque en blanco» y luego la SPAC sale a bolsa, en lugar de la empresa que finalmente adquirirá). Existe una serie de inquietudes legítimas con el enfoque de las SPAC, por ejemplo, sobre si alentará a las empresas a salir a bolsa antes de que hayan alcanzado la madurez necesaria. El comportamiento de las fusiones de SPAC anunciadas en los próximos trimestres podría determinar si se convierten en una tendencia a largo plazo o no.

IMARC (una destacada empresa de estudios de mercado) prevé que la inversión mundial en Capital Riesgo crezca a una tasa de crecimiento anual compuesto de entorno al 16% en el periodo 2021-2026: si se alcanza, esto representaría un crecimiento aún mayor que en los últimos cinco años.

Las carteras y el Capital Riesgo

Rentabilidad frente a los mercados de valores cotizados

El Capital Riesgo sigue teniendo poca importancia en las carteras de muchos inversores privados, pese a que los inversores institucionales e inversores de muy alto patrimonio (UHNWI) se interesan por él desde hace tiempo.

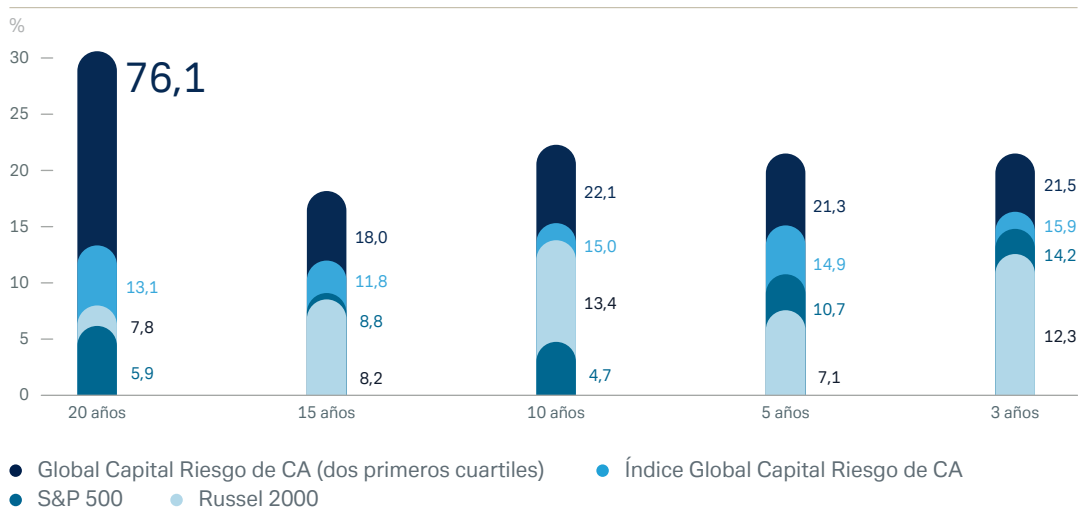
Los inversores institucionales han tenido buenos motivos para invertir a través del Capital Riesgo. Un estudio realizado por Cambridge Associates ("The 15% Frontier", 2016) sugiere que las asignaciones a inversiones privadas podrían representar uno de los principales determinantes de la rentabilidad superior a largo plazo. Dicho estudio muestra que 242 fondos y fundaciones que asignaron por lo menos el 15% de su capital a inversiones privadas alcanzaron una rentabilidad anualizada media (2005-2015) del +7,6%, superando en un 1,5% a los competidores con una asignación máxima del 5% a este tipo de inversiones.

Los datos de Cambridge Associates indican asimismo que, en Estados Unidos, el Capital Riesgo ha rendido sistemáticamente más que los índices generales de renta variable durante periodos de 3, 5, 10, 15 y 20 años, y los datos de los últimos años respaldan esta tendencia. Como muestra la figura 7, la coinversión en los dos primeros cuartiles (el primer 50%) de las empresas de Capital Riesgo ha generado unas rentabilidades medias anualizadas varias veces superiores a las de los mercados de valores cotizados durante un periodo de 20 años (dos primeros cuartiles del índice Global Capital Riesgo de CA: +76,1% / Índice Global Capital Riesgo de CA: +13,1% / S&P 500: +5,9% / Russell 2000: +7,8%).

Algunos de estos excedentes de rentabilidad pueden deberse, por supuesto, a la prima por falta de liquidez –la necesidad de rentabilidades superiores para compensar las inversiones menos líquidas–, pero el Capital Riesgo también parece ser una manera interesante de explotar el progreso tecnológico y el talento/espíritu emprendedor. No obstante, hay que tener en cuenta que hace falta contar con un conjunto diversificado de inversiones de Capital Riesgo para cubrirse frente a los fracasos de las empresas individuales, como exponemos más abajo.

Figura 7: Rentabilidad del Capital Riesgo frente a los mercados de valores cotizados

* Rentabilidad a 20 años del índice Global Capital Riesgo de CA (dos primeros cuartiles) reducida gráficamente para mantener la escala. Fuentes: Cambridge Associates LLC, «Capital Riesgo positively disrupts intergenerational investing». Datos del 30 de junio de 2019.



Notas: las rentabilidades periódicas agrupadas de las inversiones privadas son netas de comisiones, gastos y «carried interest» (participación en los beneficios de los gestores). Las rentabilidades anualizadas plurianuales corresponden a los periodos finalizados el 30 de junio de 2019.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.
Documento redactado en agosto de 2021.

Posibles ventajas de la diversificación

Además de ofrecer exposición a industrias en evolución o tecnologías transformadoras emergentes, la inversión en Capital Riesgo también puede representar una cobertura natural frente a los riesgos asociados a las compañías o modelos de negocio maduros, que podrían estar más expuestos a disrupciones.

Los datos históricos indican que las rentabilidades de las inversiones en Capital Riesgo han presentado una débil correlación con las de otras clases de activos (véase la figura 8), y algunos estudios incluso apuntan a una relación inversa de las inversiones globales de capital privado y los mercados mundiales de renta variable.

En un contexto de diversificación, también vale la pena mencionar que la renta variable cotizada ya no es tan diversa como antes. El número de empresas que cotizan en los mercados bursátiles estadounidenses ha caído a la mitad con respecto a su máximo del 1996, y el S&P 500 representa en torno al 80% del valor del mercado de renta variable estadounidense. Además, el 25-30% de la capitalización bursátil total del S&P 500 corresponde a los 10 primeros valores según su ponderación en el índice, con un fuerte sesgo hacia el sector de la tecnología de la información (que tiene un peso del 28% en el índice global).

En cambio, el número de empresas privadas se ha ido incrementando constantemente en las últimas décadas (1990-2000 frente a 2010-2020), si bien el número de salidas a bolsa ha descendido. Sus elevados costes, la naturaleza/orientación bastante a corto plazo de los mercados de valores cotizados y la disponibilidad cada vez mayor de capital privado son algunos de los principales factores citados por los que cada vez más empresas «early stage» obtienen financiación de inversores privados, en vez de salir a bolsa. Aún existen posibilidades de invertir en pequeños valores en las bolsas, pero la gama de oportunidades ha disminuido.

Por consiguiente, podría argumentarse que el mercado de inversión privada ofrece hoy en día más diversidad en cuanto a sectores, tecnologías y modelos de negocio que los mercados de valores cotizados. Las carteras de inversión que comprenden exclusivamente activos cotizados en bolsa también quedarán excluidas del valor potencialmente generado desde las fases tempranas del ciclo de vida de una empresa hasta la OPV, si la empresa acaba saliendo a bolsa.

«La renta variable cotizada ya no es tan diversa como antes. Es posible que el mercado de inversión privada ofrezca más diversidad en cuanto a sectores, tecnologías y modelos de negocio».

Figura 8: Correlación de las rentabilidades del Capital Riesgo con las de otras clases de activos

Fuente: Invesco, «The Case for Capital Riesgo»; «Cambridge Associates Global Capital Riesgo, Global Private Equity, and Global Real Estate Benchmarks Return Report». Datos de Capital Riesgo, Private Equity e inversiones inmobiliarias de Cambridge Associates. Datos a 31 de diciembre de 2015.

Correlación entre las rentabilidades
trimestrales de las clases de activos

	Capital Riesgo	Private Equity	Inversiones inmobiliarias	Grandes valores	Bonos High Yield	Bonos agregados «core»
 Capital Riesgo	1,00	0,71	0,69	-0,06	-0,13	-0,13
 Private Equity	0,71	1,00	0,65	0,46	0,33	-0,06
 Inversiones inmobiliarias	0,69	0,65	1,00	0,13	0,03	-0,11
 Grandes valores	-0,06	0,46	0,13	1,00	0,73	0,13
 Bonos High Yield	-0,13	0,33	0,03	0,73	1,00	0,35
 Bonos agregados «core»	-0,13	-0,06	-0,11	0,13	0,35	1,00

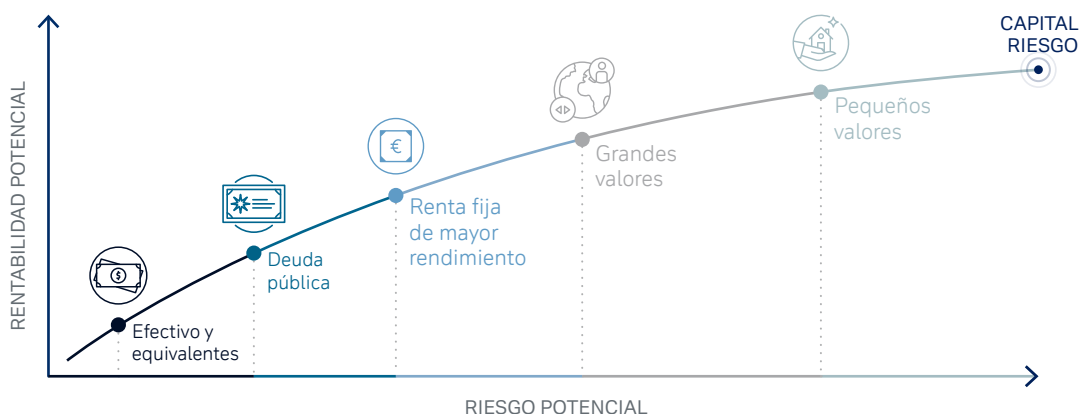
Nota: La matriz muestra la correlación entre distintas clases de activos, en que un valor de +1 indica una correlación positiva perfecta (es decir, las clases de activos se mueven en la misma dirección y magnitud), mientras que -1 implica una correlación negativa perfecta. La clase de activos de Private Equity excluye el Capital Riesgo. El indicador para los grandes valores es la rentabilidad agregada de los fondos de renta variable estadounidense de gran capitalización de Lipper. El indicador para los bonos High Yield es la rentabilidad agregada de los fondos de bonos High Yield de Lipper. El indicador para los bonos «core» es la rentabilidad agregada de los fondos de bonos «core» de Lipper. Rentabilidades para el periodo 1990-2014, a 31 de diciembre de 2015. El tamaño de la muestra de los activos indicados es: Capital Riesgo: 771; Private Equity: 932; inversiones inmobiliarias: 309; grandes valores: 674; bonos High Yield: 421; y bonos agregados «core»: 385. Rentabilidades pasadas no son una garantía de rentabilidades futuras.



Los inversores podrían plantearse añadir cierta exposición al Capital Riesgo en consonancia con sus objetivos de inversión globales y las restricciones de su cartera de inversión. Sin embargo, hay que tener en cuenta el riesgo considerablemente mayor asociado a las inversiones de Capital Riesgo con respecto a las clases de activos tradicionales. La figura 9 muestra los perfiles de rentabilidad/riesgo del Capital Riesgo y algunas de las principales clases de activos tradicionales.

Figura 9: Perfiles de rentabilidad y riesgo de las distintas clases de activos

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a agosto de 2021.



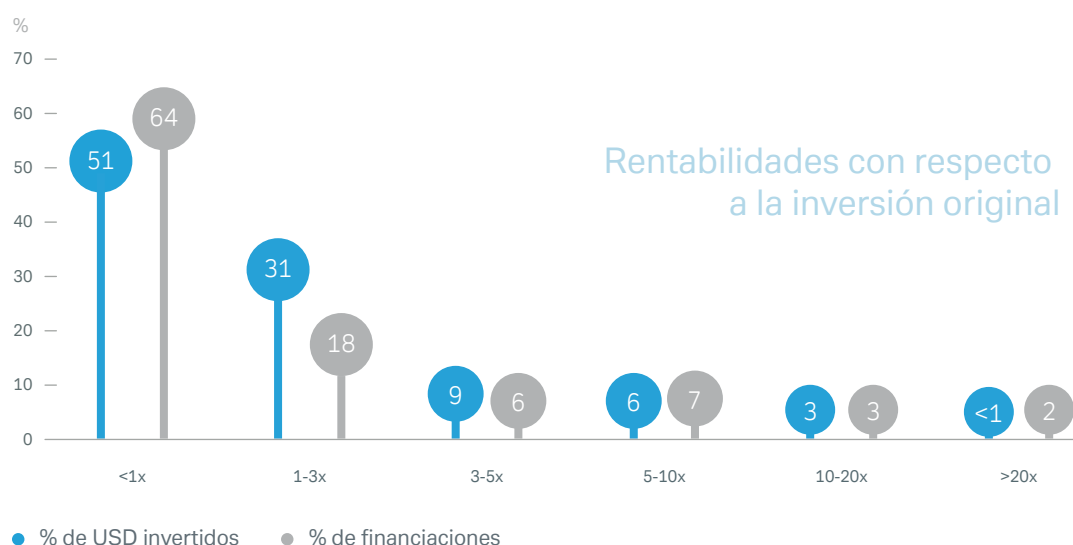
Nota: este gráfico es únicamente para fines ilustrativos.

Nos gustaría señalar dos grandes riesgos de la inversión en Capital Riesgo. En primer lugar, se trata de un compromiso de capital a largo plazo (habitualmente, el capital queda inmovilizado durante unos 10 años).

En segundo lugar, las empresas «early stage» suelen tener unas tasas de fracaso importantes. A lo largo de un horizonte temporal de 10 años, algunas de las empresas de una cartera podrán prosperar, pero la mayoría, no. Un estudio de Correlation Ventures examinó el desenlace de más de 27.000 inversiones (entre 2009 y 2018) y mostró que, en el 64% de las operaciones de Capital Riesgo, no se recuperó ni tan solo el importe principal invertido (véase la figura 10). Por regla general, los inversores de Capital Riesgo parten de la suposición de que, para dos tercios del universo de empresas emergentes, la inversión inicial simplemente no se recuperará o se estancarán en algún momento del proceso de VC por no poder obtener financiación adicional o no encontrar una salida adecuada, respectivamente. Las rentabilidades de la inversión de Capital Riesgo dependerán del buen comportamiento que obtenga el tercio restante de las empresas que prosperen.

Figura 10: Distribución de las rentabilidades de la inversión en Capital Riesgo con respecto a la inversión original

Fuente: Correlation Ventures, «Capital Riesgo – No, We're Not Normal». Datos del 11 de septiembre de 2019.



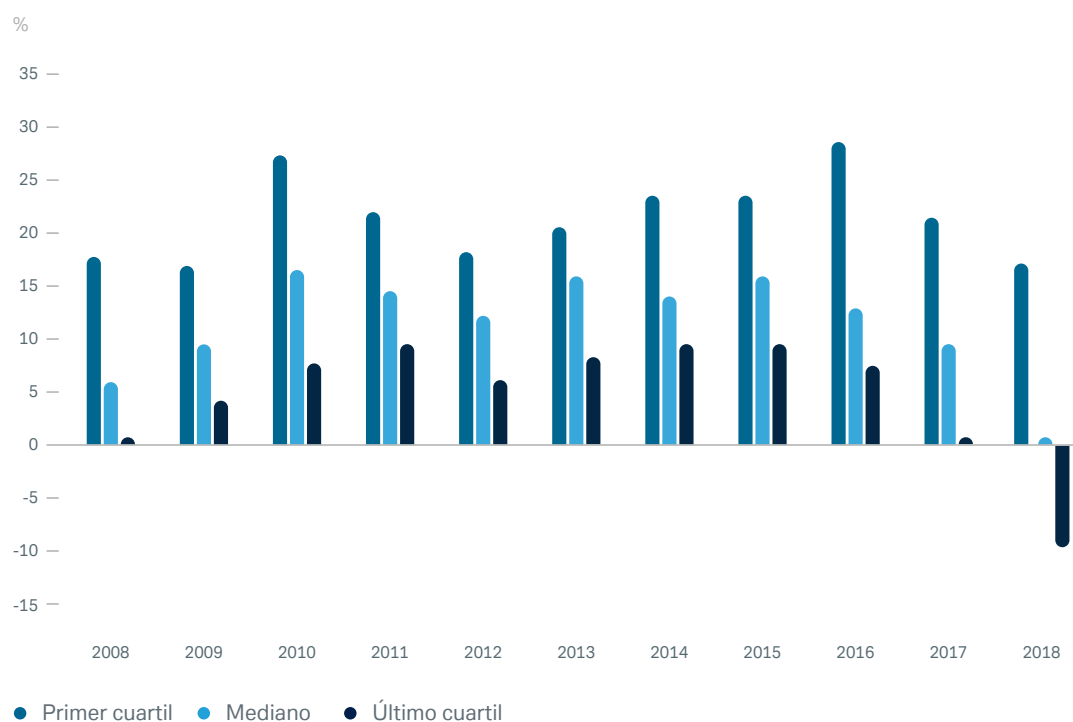
Notas: distribución sesgada a la derecha de las rentabilidades de Capital Riesgo de EE. UU. Porcentaje de dólares invertidos y porcentaje de financiaciones de las empresas que fracasan, que son adquiridas o que salen a bolsa, 2009-2018 (n=20.500 mill. USD; n=27.878 financiaciones)

Esto implica que las carteras de Capital Riesgo deben incluir un amplio abanico de inversiones. Pero lo que cuenta no es únicamente el número de huevos en la cesta. La diversificación desempeña un papel fundamental de cara a limitar el impacto de las inversiones que no funcionan, reducir la volatilidad y el riesgo globales, y mejorar los resultados agregados. Invertir en una amplia gama de sectores y en distintas fases (por ejemplo, semilla, «early stage», expansión), regiones y años de lanzamiento puede tener una contribución importante en este sentido.

Además del aspecto de la diversificación, vale la pena recordar que los fondos del primer cuartil generan sistemáticamente un porcentaje desproporcionado de rentabilidades agregadas (véase la figura 11). A diferencia de las clases de activos más tradicionales (cotizadas), las rentabilidades de las inversiones de VC suelen estar muy sesgadas. Esto significa que es importante acceder a los mejores inversores de VC de su categoría.

Figura 11: TIR de las inversiones de Capital Riesgo por cuartil

Fuentes: Cambridge Associates LLC, «Q2 2020 U.S. Capital Riesgo – index and selected benchmark statistics». Datos del 30 de junio de 2020.



Notas: basado en datos recopilados de 1.529 fondos estadounidenses de Capital Riesgo, incluidas sociedades comanditarias completamente liquidadas, constituidos entre 1995 y 2018. Las tasas internas de rentabilidad (TIR) son netas de comisiones, gastos y «carried interest» (participación en los beneficios de los gestores). La investigación de CA muestra que la mayoría de fondos tardan por lo menos seis años en situarse en su clasificación final por cuartiles, y previamente suelen clasificarse en 2-3 otros cuartiles; por lo tanto, los datos de rentabilidad de los fondos o índices de referencia de los años de lanzamiento más recientes podrían ser menos significativos.

06

Conclusión

El Capital Riesgo ha sido una interesante área de inversión en los últimos años, y seguramente lo seguirá siendo, especialmente si tenemos en cuenta la continua represión financiera en forma de bajos tipos de interés. Es probable que las cantidades invertidas sigan aumentando y el Capital Riesgo continúe representando una contribución importante en la financiación de empresas y sectores innovadores. Con el tiempo, las rentabilidades del Capital Riesgo podrían seguir superando las que ofrecen los mercados de valores cotizados. No obstante, es importante entender las diferencias fundamentales entre el Capital Riesgo y las estrategias de inversión más líquidas, los riesgos que comporta, y cómo intentar mitigar estos riesgos a través de la diversificación y la selección de gestores. En la tabla siguiente tratamos de resumir las principales ventajas e inconvenientes de la inversión de Capital Riesgo (véase la figura 12).

Figura 12: Inversión en Capital Riesgo: ventajas e inconvenientes

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a agosto de 2021.

Ventajas

Rentabilidad a largo plazo superior a la de los mercados de valores cotizados

Ganancia de la prima de iliquidez

Amplio abanico disponible de empresas privadas

Débil correlación de las rentabilidades con otras clases de activos

Inconvenientes

Perfil de muy alto riesgo

Necesidad de compromiso a largo plazo

Recomendable una cartera diversificada de VC, dada la probabilidad de fracasos de inversión individuales

La rentabilidad podrá depender del recurso a fondos del primer cuartil / los mejores inversores de su categoría



Bibliografía

1. Cambridge Associates (2016). The 15% Frontier.
Extraído de: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2016/07/The-15-Percent-Frontier.pdf>. 21 de mayo de 2021.
2. Cambridge Associates (2020). Capital Riesgo Positively Disrupts Intergenerational Investing.
Extraído de: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively-Disrupts-Intergenerational-Investing.pdf>. 21 de mayo de 2021.
3. Invesco (2016). The case for Capital Riesgo.
Extraído de: <https://apinstitutional.invesco.com/dam/jcr:1f35880c-bdf9-42ea-8afe-ab69b85bc7a4/The%20Case%20for%20Venture%20Capital.pdf>. 21 de mayo de 2021.
4. KPMG (2021). Q2'21 Venture Pulse Report – Global trends.
Extraído de: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/07/venture-pulse-q2-2021.pdf>. 22 de julio de 2021.
5. Lerner, J. and Nanda R. (2020). Capital Riesgo's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. Working Paper 20-131. Harvard Business School.
6. Jeong J., Kim J., Son H. and Nam D. (2020). The Role of Capital Riesgo Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Capital Riesgoists' Reputation.
7. OCDE (2004). Financing innovative SMEs in a global economy.
Extraído de: <https://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. 3 de junio de 2021.
8. Correlation Ventures (2019). Capital Riesgo – No, We're Not Normal.
Extraído de: <https://medium.com/correlation-ventures/venture-capital-no-were-notnormal-32a26edea7c7>. 21 de mayo de 2021.

Glosario

American Research and Development Corporation (ARDC) fue una empresa de Capital Riesgo y Private Equity constituida en 1946 por el «padre del Capital Riesgo» (Georges Doriot).

La **inteligencia artificial (IA)** hace referencia a la inteligencia mostrada por las máquinas.

Global Capital Riesgo Index de CA: Cambridge Associates genera su índice Global ex U.S. Developed Markets Private Equity and Capital Riesgo Index a partir de la información financiera contenida en su base de datos interna de fondos de Private Equity y Capital Riesgo a escala global excluyendo EE.UU. A 30 de junio de 2019, la base de datos comprendía 839 fondos mundiales de mercados desarrollados excluyendo EE.UU. de compras apalancadas, de capital de crecimiento, y de Capital Riesgo constituidos entre 1986 y 2019 con un valor de unos 266.000 millones de dólares estadounidenses. Los fondos del índice invierten principalmente en los mercados desarrollados de Australia, Canadá, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur y Europa Occidental.

La sigla **CAGR** se refiere a la tasa de crecimiento anual compuesto.

La **correlación** es una medida estadística de cómo dos valores (u otras variables) se mueven en relación el uno con el otro.

Diversificación se refiere a la distribución de las inversiones entre distintas clases de activos, áreas geográficas, etc., con el fin de reducir el riesgo o potenciar las rentabilidades ajustadas al riesgo.

ESG son las siglas en inglés de medio ambiente, social y buen gobierno corporativo, y es el acrónimo utilizado más habitualmente para referirse a las inversiones sostenibles. Miden la sostenibilidad y el impacto social de una inversión en una empresa o negocio.

Los **bonos high yield (HY)** son bonos de alta rentabilidad con un rating crediticio inferior a los bonos corporativos investment grade, los bonos del Tesoro y los bonos municipales.

La **prima de iliquidez** es el excedente de rentabilidad que compensa la baja liquidez de una inversión.

Una **oferta pública de venta (OPV) o salida a bolsa** es una emisión de acciones de una empresa privada a través de una oferta al público.

Financiación «mezzanine» es una forma de financiación híbrida con deuda y capital.

Un **fondo de inversión** agrupa dinero de numerosos inversores para adquirir valores y es un fondo gestionado profesionalmente.

Las **fusiones y adquisiciones (M&A)** son dos fórmulas clave de consolidación corporativa: Una fusión es la combinación de dos empresas que forman una nueva compañía, mientras que una adquisición es la compra de una empresa por parte de otra, sin que se constituya una nueva.

Capital privado («private equity») se refiere a las inversiones directas de fondos de inversión o de particulares en empresas privadas no cotizadas.

El **índice Russell 2000** es un índice de valores de pequeña capitalización estadounidenses que incluye unas 2.000 empresas, los dos tercios inferiores del índice Russell 3000.

Un **proceso de asignación estratégica de activos (SAA)** consiste en establecer las asignaciones preferidas para las distintas clases de activos en un horizonte temporal de medio a largo plazo.

Capital semilla es la primera fase del proceso de captación de capital de una empresa emergente.

Special Purpose Acquisition Companies (sociedades de adquisición con fines especiales, SPAC) son un tipo de sociedad instrumental sin actividad comercial, que cotiza en un mercado de valores con el fin de captar capital a través de una salida a bolsa o la adquisición de una empresa privada.

Un **negocio emergente o «start-up»** es un proyecto o empresa lanzado por un emprendedor para aumentar la escala de un modelo de negocio mediante la búsqueda, desarrollo y validación.

Glosario

El índice [S&P 500 Index](#) está formado por las 500 compañías estadounidenses más importantes, que representan aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado estadounidense disponible.

Los [inversores de muy alto patrimonio \(UHNWI, por sus siglas en inglés\)](#) son clientes muy acaudalados (en ocasiones con un patrimonio mínimo de 30 millones de dólares estadounidenses).

[Unicornio](#) es un término utilizado en el sector de Capital Riesgo para describir a una empresa emergente de propiedad privada con un valor de más de 1.000 millones de dólares estadounidenses.

[Capital Riesgo](#) o [Venture Capital](#) por sus siglas en inglés es un tipo de financiación de capital privado, habitualmente dirigido a pequeñas empresas emergentes «early stage».

La [volatilidad](#) mide la dispersión en el tiempo de los rendimientos con respecto a un valor o índice bursátil determinado.

Nota importante

General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento es distribuido de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según lo permitido en cada jurisdicción competente), sus empresas afiliadas y sus directivos y empleados (conjuntamente, «Deutsche Bank»).

Este material es solo para su información y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para concluir una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al inversor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras (sin limitación) en una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión.

El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza la exactitud, conveniencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos que podrían no resultar válidos y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien Deutsche Bank ha recabado la información incluida en el presente documento de manera diligente y de fuentes que considera fiables, no garantiza, o no puede garantizar, la integridad, el carácter razonable ni la exactitud de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

Previamente a tomar cualquier decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares y las características concretas del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a nadie. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad, de ningún tipo, derivada del uso o la distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro.

Nota importante

La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, sin limitación, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre este tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de una rentabilidad futura. Se facilitará más información a petición del inversor.

Estado de Kuwait

Este documento ha sido enviado al destinatario a petición de este. Esta presentación no está destinada a la difusión general entre el público de Kuwait. Ni la Autoridad de los Mercados de Capitales de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental pertinente de este país ha otorgado licencia alguna para ofrecer las Participaciones en Kuwait. Por lo tanto, queda restringida la oferta de las Participaciones en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública de acuerdo con el Decreto Ley núm. 31 de 1990 y su reglamento de ejecución (según texto modificado), así como con la Ley n.º 7 de 2010 y las disposiciones legislativas secundarias de esta (según texto modificado). No se va a realizar en Kuwait ninguna oferta pública ni privada de las Participaciones, ni se formalizará en dicho país ningún acuerdo relativo a la venta de las Participaciones. No se procederá a la realización de actividades de promoción comercial, proposición ni incentivación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

Emiratos Árabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) (inscrita con el número de registro 00045) está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del DIFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la DFSA. Lugar de establecimiento principal en el DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.E.A. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados únicamente podrán ofrecerse a Clientes profesionales, según define este término la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Catar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Catar (QFC, por sus siglas en inglés) (inscrita con el número de registro 00032) está regulada por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar (QFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del QFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la QFSA. Lugar de establecimiento principal en el QFC: Centro Financiero de Catar, Tower, West Bay, Piso 5, Apdo. 14928, Doha (Catar). Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados únicamente podrán ofrecerse a Clientes comerciales, según define este término la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar.

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG, a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros, sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»). Deutsche Bank AG, Sucursal en Bruselas, tiene su domicilio social en Marnixlaan 13- 15, B-1000 Brussels, Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Puede solicitar o consultar más información en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (inscrita con el número 07073-37) está regulada por la Autoridad del Mercado de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia únicamente puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Arabia Saudita.

Reino Unido

En el Reino Unido esta publicación se considera una promoción financiera y ha sido aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan bajo la denominación Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es la denominación comercial de DB UK Bank Limited. Inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales (n.º 00315841). Domicilio social: Winchester House, 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y su número de inscripción en el Registro de Servicios Financieros es el 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido. En cualquier caso, esta publicación se considerará una promoción financiera y habrá sido aprobada por las filiales autorizadas por el regulador pertinente del Reino Unido (si una filial no dispusiera de tal autorización, esta publicación habrá sido aprobada por otro miembro británico del grupo Deutsche Bank Wealth Management que disponga de la autorización necesaria para ello).

Nota importante

Hong Kong

El presente documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada de lo incluido en este documento pretende constituir una oferta de inversión ni una propuesta ni recomendación para comprar o vender una inversión y, por lo tanto, no debería interpretarse como tal. En la medida en que el presente documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, téngase en cuenta que no se ha revisado su contenido. El contenido del presente documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Se aconseja a los inversores que actúen con cautela en relación con las inversiones incluidas en el presente documento. Si el inversor tiene alguna duda sobre cualquier contenido del presente documento, debería solicitar asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni se ha presentado ninguna copia del mismo ante el Registro Mercantil de Hong Kong y, por lo tanto, (a) las inversiones (a excepción de aquellas que sean un «producto estructurado», según la definición de ese término que recoge la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de la legislación de Hong Kong) (en adelante, la “SFO”)) no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong, por medio de este documento ni de ningún otro documento excepto a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de dicha ley, o en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un «folleto», según la definición que recoge la Ordenanza sobre sociedades (Disolución y disposiciones varias) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) («CO») o que no constituyan una oferta al público según el significado que recoge la CO y (b) ninguna persona emitirá ni poseerá a efectos de emisión, ni en Hong Kong ni en otro lugar, ningún anuncio, invitación ni documento relativo a las inversiones dirigido al público de Hong Kong o a cuyo contenido pueda acceder el público (excepto cuando lo permitan las leyes sobre valores de Hong Kong), salvo con respecto a las inversiones que se comuniquen o estén destinadas a comunicarse exclusivamente a personas fuera de Hong Kong o solo a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de ella.

Singapur

El contenido del presente documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur («MAS», por sus siglas en inglés). Las inversiones mencionadas en el presente no están destinadas al público ni a ningún miembro del público de Singapur salvo (i) a un inversor institucional en virtud del Artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap. 289) (la «SFA», por sus siglas en inglés), según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (ii) a la persona pertinente (que incluye un Inversor acreditado) en virtud del Artículo 275 o 305 y de acuerdo con otras condiciones especificadas en el Artículo 275 o 305 respectivamente de la SFA, según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (iii) a un inversor institucional, un inversor acreditado, un inversor experto o un inversor extranjero (cada uno de estos términos según la definición que recoge el Reglamento para asesores financieros) («FAR», por sus siglas en inglés) (como pueda modificarse, completarse y/o reemplazarse dicha definición con el paso del tiempo) o (iv) de otro modo en virtud de, y conforme a, las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA o la FAR (como puedan modificarse, completarse y/o reemplazarse dichas leyes con el paso del tiempo).

Estados Unidos

En Estados Unidos se ofrecen servicios de intermediación a través de Deutsche Bank Securities Inc., un intermediario-agente y asesor de inversiones registrado que lleva a cabo actividades con valores en Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de la FINRA, la NYSE y la SIPC. Se ofrecen servicios bancarios y crediticios a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y de otros miembros del Grupo Deutsche Bank. Con respecto a Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores incluidas en el presente documento. Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece ninguna garantía de que la información incluida en el presente documento resulte apropiada o esté disponible para utilizarse en países fuera de Estados Unidos, ni de que los servicios comentados en el presente documento se encuentren disponibles o resulten apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones o por todas las contrapartes. Salvo en caso de contar con un registro o licencia según lo permitido por la legislación aplicable, ni Deutsche Bank ni sus filiales ofrecen ningún servicio en Estados Unidos ni destinado a atraer a personas de Estados Unidos (como define dicho término la Norma S de la Ley de Valores [Securities Act] de Estados Unidos de 1933, según texto modificado). El aviso legal para Estados Unidos se registrará por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo con ellas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otra jurisdicción.

Alemania

Este documento ha sido elaborado por Deutsche Bank Wealth Management a través de Deutsche Bank AG, y no ha sido presentado ante la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) ni aprobado por esta. Respecto de determinadas inversiones mencionadas en este documento, podrían haberse publicado folletos aprobados por las autoridades competentes. Los inversores deberán basar su decisión de inversión en dichos folletos aprobados, incluidos sus posibles suplementos. Por otra parte, este documento no constituye un análisis financiero según el significado de dicho término que recoge la Ley alemana de negociación de valores («Wertpapierhandelsgesetz») y por lo tanto, no ha de ajustarse a los requisitos legales impuestos a los análisis financieros. Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio principal en Fráncfort del Meno. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Fráncfort del Meno con el núm. HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Autoridades de supervisión: El Banco Central Europeo («BCE»), con domicilio en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania), y la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»), sita en Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Alemania).

Nota importante

India

Las inversiones mencionadas en el presente documento no se ofrecen al público indio para su venta ni para su suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Consejo de Valores y Bolsa de la India, el Banco de la Reserva de la India ni ninguna otra autoridad reglamentaria o gubernamental de la India. Este documento no es un «folleto» según la definición que recogen las disposiciones de la Ley de sociedades de 2013 (18 de 2013) y, por lo tanto, no debería considerarse como tal. Tampoco se presentará ante ninguna autoridad reguladora de la India. En virtud de la Ley de Gestión de Divisas Extranjeras de 1999 y de la normativa promulgada en virtud de la misma, cualquier inversor residente en la India podría estar obligado a obtener un permiso previo especial del Banco de la Reserva de la India antes de efectuar inversiones fuera de la India, lo que incluye las inversiones mencionadas en el presente documento.

Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado en virtud de la legislación italiana, sujeto a la supervisión y el control de Banca d'Italia y CONSOB.

Luxemburgo

Este informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido y registrado en virtud de la legislación luxemburguesa, sujeto a la supervisión y el control de la Commission de Surveillance du Secteur Financier.

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española únicamente puede llevar a cabo aquellas actividades bancarias y de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal en Viena, inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Mercantil de Viena con el número FN 140266z. Deutsche Bank AG es una empresa pública constituida en virtud de la legislación alemana y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Está supervisada por el Banco Central Europeo («BCE»), con domicilio en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania), y la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («BaFin»), sita en Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Alemania). La sucursal de Viena está asimismo supervisada por la Autoridad Austriaca del Mercado Financiero («FMA»), con sede en Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ante ninguna de las autoridades de supervisión anteriormente mencionadas ni ha sido aprobado por ellas. Pueden haberse publicado folletos para algunas de las inversiones mencionadas en este documento. En tal caso, las decisiones de inversión deberían basarse exclusivamente en los folletos publicados, incluidos sus posibles suplementos. Solo dichos documentos tienen carácter vinculante.

Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal en Ámsterdam, con domicilio social en De entree 195 (1101 HE), Amsterdam (Países Bajos), inscrita en el Registro Mercantil de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro con el sentido del Apartado 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos («Wet op het financieel toezicht»). Este registro puede consultarse en www.dnb.nl.