

# MODELOS DE COLABORACIÓN ENTRE LAS FUENTES PÚBLICAS Y PRIVADAS DE CAPITAL DE RIESGO, PARA LA FINANCIACIÓN DE LA INNOVACIÓN: ¿PROBLEMAS DE PAREJA O INCOMPATIBILIDAD?

AMALIA FORMOSO MARQUES  
PALOMA CABELLO ESTEBAN

La incompatibilidad en una pareja es un concepto complejo que puede surgir de una variedad de factores, tanto internos como externos. A menudo, se habla de incompatibilidad cuando existen diferencias significativas en valores, creencias, estilos de vida, metas o formas de comunicarse que dificultan la convivencia y el entendimiento mutuo. Esta misma incompatibilidad se presenta en los modelos de colaboración entre las fuentes públicas y privadas de capital riesgo. El inversor privado y público han coexistido y coinvertido durante muchos años en el mercado español y, aunque los objetivos –de los cuales hablaremos más adelan-

te– de cada uno no han cambiado, los roles que representan en el ecosistema han evolucionado a lo largo de los años.

El paradigma histórico en cuanto a la financiación de la innovación industrial consistía en general, en que el inversor público actuaba a nivel sectorial, con la intención de estimular o proteger sectores económicos interesantes para el país. En caso de involucrarse en el capital de empresas específicas, lo hacía creando vehículos controlados por el Estado, gobernados por normas creadas para controlar el uso del capital público y financiados tanto con deuda pública como privada, pero siempre bajo sus parámetros idiosincráticos de gestión y control.

El rapidísimo desarrollo de las telecomunicaciones, de la capacidad de computación, de la miniaturización de dispositivos, de la sensorica, de la ciencia de materiales, de la tecnología de proceso industrial y un largo etcétera, así como la popularización de la robótica, la ciencia de datos y la inteligencia artificial, han tenido como consecuencia la multiplicación de posibilidades de “digitalización” de los negocios, generando tanto nuevos mercados como la desaparición o marginalización de otros, y una actividad de creación de empresas, y de las operaciones relacionadas con su crecimiento y consolidación, de una intensidad sin precedentes en la historia.

La promesa de rápidos y jugosos retornos consecuencia de todo lo anterior, ha tenido como consecuencia un interés igualmente sin precedentes por el emprendimiento tecnológico y la inversión de capital asociada. Las operaciones de financiación de las tecnologías aplicables a los nuevos usos, y de los modelos de explotación de las mismas, han generado un verdadero boom del Capital Riesgo, que, como sector de actividad, también ha tenido que transitar su curva de aprendizaje.

Por otra parte, los efectos sociales, económicos y políticos de lo anterior, han sido y siguen siendo enormes. Diferentes entornos geopolíticos han sabido liderar, o quedarse rezagados, ante los cambios asociados a esto. Las grandes diferencias entre bloques con respecto a su entendimiento de las posibilidades de la tecnología, el capital disponible para financiar su desarrollo y las condiciones para su implantación efectiva en la industria y el comercio, están configurando un nuevo orden mundial.

## EL INVERSOR PÚBLICO

La financiación pública está compuesta de todas aquellas financiaciones cuyos fondos provienen de la administración pública, tanto a nivel europeo como autonómico y estatal. Estos fondos proporcionan préstamos y subvenciones a empresarios con el fin de promover el emprendimiento o ayudar a un sector que consideren prometedora. El objetivo de la financiación pública es fomentar el crecimiento económico, el

éxito ante la competencia, la riqueza y el progreso de un país y la mejora de la calidad de vida.

Hoy en día todo país tiene una política de “innovación” y grandes cantidades de recursos públicos están siendo puestos a disposición de los sectores de “crecimiento innovador”. La necesidad imperiosa de “ayudar” al tejido industrial a adoptar las nuevas tecnologías y no perder competitividad ha llevado al capital público a implicarse en la financiación de su adopción de las novedades, unas novedades que han surgido, en muchos casos, de fuentes no conocidas o no accesibles para el gestor público de manera sencilla.

A la hora de cumplir su función protectora y estimuladora de la actividad industrial, este esquema ha perdido eficacia ante el tsunami tecnológico, pues la innovación tecnológica aplicable a los entornos industriales se ha producido, no sólo demasiado rápido para los lentos ademanes de cualquier administración pública sino, también, en entornos fuera, tanto del conocimiento, como del control, públicos.

Ante las consecuencias de esto, los Gobiernos han intentado varias iniciativas, creando un plan de innovación territorial tras otro, tratando de identificar sectores de interés prioritario, cubriendo la escasez de capital allí donde el dinero privado no tiene buenos incentivos para involucrarse y, lo que es mucho más difícil, tratando de aprender a relacionarse con proyectos de muy rápido crecimiento liderados por equipos sin experiencia de gestión y cuyo apoyo requiere disponer de músculo para afrontar las cuantiosas pérdidas derivadas del proceso de aprendizaje de todos los actores involucrados.

En algún momento del proceso, el capital público ha determinado que su mejor baza es la de unirse al capital privado, para ganar agilidad, conocimiento sobre el terreno y músculo financiero. La pregunta es, ¿hacen una buena pareja o son incompatibles?

## EL INVERSOR PRIVADO

La financiación privada proviene, como bien dice su nombre, de capital privado, ya

sean inversores particulares, empresas o el propio emprendedor. El inversor privado nació y ha crecido para financiar proyectos de inversión “pura”, es decir, sin visión-país sino con el solo objetivo de la creación de valor para el capital mismo. Los inversores privados no toman sus decisiones buscando incentivar una causa que beneficie a la sociedad, sino que invierten en empresas con alto potencial y con un objetivo claro, conseguir la máxima rentabilidad.

Merece la pena detenerse un momento en la naturaleza del ciclo de creación de ventures de innovación tecnológica y su financiación asociada. La aparición, o popularización, de nuevas tecnologías, trae asociada de manera natural, la incertidumbre sobre cuándo y cómo las usará el mercado, independientemente de para qué fueron diseñadas originalmente y de cuál fuera su ritmo de adopción previsto. Por tanto, el concepto “prueba y error” en cuanto a la definición del modelo de negocio de cualquier venture tecnológica está más cerca de la norma que de la excepción y, en muchas ocasiones, ni siquiera los más expertos en cada materia son capaces de predecir exactamente cómo será el devenir comercial. Por tanto, los inversores especialistas en etapas iniciales están acostumbrados a ejecutar su negocio mediante modelos de “lluvia fina”, esto es, invirtiendo tickets pequeños en muchas compañías allí donde se encuentren éstas, algunas de las cuales nunca tendrán éxito independientemente de la calidad de su tecnología, porque su modelo de negocio no será el adecuado para los requerimientos del mercado sobre el terreno o porque los tiempos de adopción de sus propuestas excederán el tamaño de sus recursos para aguantar el proceso. Otras, morirán simplemente debido a la falta de experiencia ejecutora de sus equipos, demasiado jóvenes, demasiado técnicos o demasiado poco diversificados en cuanto a capacidades complementarias. Y nunca hay que olvidar el factor “suerte”, que puede jugar un papel decisivo, tanto a favor como en contra del éxito de una startup.

Cualquier inversor experimentado en etapas iniciales cuenta con que verá “bajas” entre sus proyectos de inversión y los más sofisticados pueden ejecutar estrategias

encaminadas a estar presentes en diferentes posibilidades de adopción de los mismos conceptos tecnológicos. Como su rentabilidad no depende de una sola operación, sino del agregado de todas las que haya hecho a lo largo de la etapa inversora de cada fondo bajo su gestión, buscará que las más exitosas compensen los fracasos de las otras, siendo la rentabilidad resultante aceptable para sus fuentes de capital. Esto no significa que no elija con cuidado a sus objetivos de inversión y que no intente que todas tengan éxito; pero habrá diseñado su vehículo para no necesitar que esto ocurra en todos los casos; su modelo estará pensado, tanto en cuanto a tamaño de sus fondos disponibles para invertir, como a su estrategia de inversión de los mismos, para soportar algunos fracasos clamorosos, un cierto número de escenarios de recuperación del principal sin retorno, algunos casos de obtención de rentabilidad moderada, y la esperanza de un número, cuanto más grande mejor, de grandes éxitos con rentabilidades que pueden ser muy altas. Esta modalidad de inversión “early stages” se caracteriza por la agilidad, con ciclos de rotación de capital relativamente rápidos y por la creación por parte de las gestoras, de vehículos de inversión cada vez más grandes, con el fin de poder apuntar a mayor número de objetivos y abarcar nuevos sectores de actividad a medida que el tejido industrial va mostrando signos de estar preparado para la adopción de las nuevas tecnologías que van surgiendo.

El mercado y los avatares de ejecución de los proyectos pues, los criban “naturalmente” en sus primeras etapas de desarrollo. Superadas éstas, en ese punto es más fácil estudiar a los supervivientes, identificar a los equipos ganadores, predecir sus ingresos futuros y su evolución comercial y, también, analizar posibilidades de consolidación de mercados via “build up” (adquisición y fusión de varias compañías en una más grande y más eficiente), de modo que el capital riesgo tiende a concentrarse, en cuanto a volumen de fondos disponibles, en estas etapas más avanzadas del desarrollo de compañías.

El inversor privado invierte según una estrategia diseñada a partir de su visión sobre las

oportunidades y circunstancias de los mercados, no sigue más reglas que lo que ponga en su “reglamento de inversión”, ejecuta con equipos profesionales con mucha libertad para decidir y acuerda lo que le interese en cada operación, en cualquier momento de la vida útil de ésta. En estos proyectos, el capital privado acepta alianzas con cualquier fuente de financiación que contribuya con su objetivo, pero no admite injerencias sobre sus posiciones ni invierte bajo esquemas que puedan poner en riesgo su ciclo de creación de retorno para el capital.

Los primeros inversores privados, y más grandes, han aprendido antes. Han tomado la natural ventaja y se ha pagado un precio en la forma de cierto oligopolio formado por vehículos de las economías más ágiles en cuanto a su capacidad para la absorción de riesgo, que han venido acaparando un buen número de las mejores y más grandes operaciones surgidas al calor de la nueva economía.

Con el tiempo, el sector de la inversión también ha visto nacer una miríada de nuevos jugadores más pequeños, algunos de ellos promovidos por equipos enriquecidos con las primeras operaciones a valoraciones “ilusionadas” y que cuentan con la ventaja de tener buen conocimiento tecnológico y, en buena medida, con contactos entre el talento experto y, otros, por las nuevas generaciones de la industria financiera, más involucradas con la tecnología que sus predecesoras. Estos nuevos contendientes han ido ganando peso a medida que iban logrando ejecutar más operaciones.

Ante las evidentes posibilidades de crear valor financiero debidas al desarrollo de las tecnologías y apalancándose en las frecuentemente infladas expectativas sobre esto, el dinero privado ha reaccionado muy ágilmente, y los fondos que maneja han crecido exponencialmente durante los últimos 20 años. Eso sí, sin librarse de su propia curva de aprendizaje y sus consecuentes pérdidas financieras.

## LA PREGUNTA CLAVE

Pero, volvamos a la pregunta que mencionamos anteriormente, ¿es una decisión

acertada el que el sector público se una al capital privado?

Es evidente que el inversor público está en una situación de desventaja con respecto al privado a la hora de identificar a los mejores objetivos de inversión en etapas iniciales y, también, a la hora de ser identificado por éstos como un inversor apetecible.

No sólo es frecuente que, en su actividad de búsqueda de oportunidades, esté limitado por restricciones geográficas (compañías que vayan a constituirse en el mismo territorio que el fondo público inversor), sino que también cuenta con limitaciones en cuanto a los términos de la inversión (un verdadero repelente para los mejores equipos y para los emprendedores en serie), toma decisiones por motivos que pueden, o no, estar relacionadas estrictamente con el concepto oportunidad tal y como entiende éste un inversor financiero y también suele tener limitada su capacidad de acompañar a la compañía en su crecimiento.

Pero, además, es frecuente que el inversor público establezca términos en la inversión que privilegian la protección de su dinero, creando en ocasiones lo que llamamos “deuda con privilegios de equity”.

Es decir, prestando dinero “blando” a las startups, pero a cambio de privilegios reservados tradicionalmente a los inversores de capital como, por ejemplo, su salida a una rentabilidad pactada, conversiones directas de la deuda en capital en determinados supuestos de desarrollo de negocio, o derechos de veto que afectan a la definición del modelo de negocio y/o la estrategia. En caso de las inversiones de capital, en ocasiones también pide una salida a rentabilidad pactada, o a determinada valoración, o al alcanzarse un hito determinado, entre otros ejemplos.

Estos factores, unidos a la frecuente necesidad de que la startup permanezca en el territorio origen de los fondos públicos, chocan de frente con el interés tanto del equipo fundador como de los inversores financieros que se planteen apoyar el proyecto.

Además, aunque menos evidente pero también importante, es una cuestión de

reputación. Cualquier emprendedor de calidad gustará de ser acompañado por fondos conocidos por el éxito de sus participadas y por su capacidad de apoyo a las mismas. Los equipos con buena capacidad de ejecución son muy escasos y han aprendido a seleccionar el capital al que están dispuestos a asociarse. Es frecuente la figura del emprendedor “en serie” que ha ido desarrollando sus capacidades de creación de valor (real o aparente) vía promoción tecnológica y, con ellas, su conocimiento sobre cómo tratar con inversores y otras fuentes de financiación. Estos equipos expertos comparten con los inversores privados el rechazo a las injerencias o limitaciones, y no ponen en riesgo sus posibilidades de ejecución de las rondas de financiación de su crecimiento, esto es, las rondas posteriores a las iniciales, aceptando términos limitantes a su interés o al de sus inversores privados.

Finalmente, es frecuente que los emprendedores busquen en sus inversores, no sólo una fuente de financiación, sino asesoría y red de contactos, elementos ambos que están más presentes en el equipaje de los fondos privados que en el de los públicos.

Así que, en la práctica, los inversores públicos lo tienen más difícil para entrar en proyectos “buenos” dentro de las etapas en las que el capital privado tiene interés en estar, y tampoco les es fácil identificar lo que la industria va a querer adoptar allí donde no es así, como, por ejemplo, en los “death valleys” de Life Sciences o Deep Tech, proyectos para los que tampoco el inversor público cuenta por sí mismo con suficiente tamaño como para tener un impacto significativo.

Esto explica la frustración de las expectativas de muchos vehículos de capital público, tanto en cuanto a su ritmo inversor como, sobre todo, en cuanto a su rentabilidad, pues suelen cerrar operaciones allí donde los buenos inversores privados no quieren ir, o en proyectos cuyos equipos son menos experimentados, de menor calidad o mayor incertidumbre, lo que afecta a sus resultados y crea un círculo vicioso que actúa de forma negativa sobre su reputación y sobre su propio apoyo interno dentro de los Gobiernos que los promueven.

En su apuesta por unirse al capital privado y, a pesar de que no ha podido permitirse flexibilidad – ni en el diseño de su estrategia inversora, ni en los términos de las inversiones que hacía, ni en sus decisiones posteriores a lo largo de la vida de sus participadas, porque ha estado, y siempre estará, obligado, como decimos más arriba, a cumplir reglas que incluyen factores limitantes a todo esto–, el sector público ha jugado un rol muy importante en el desarrollo de la inversión privada y del ecosistema de venture capital español.

Con el fin de paliar todos estos efectos, el capital público ha realizado notables esfuerzos por flexibilizar los términos de las operaciones de sus propios vehículos de inversión, adaptándolos mejor a la convivencia con sus homólogos privados. Un claro ejemplo ha sido la amplia aportación directa de capital a las gestoras de fondos de inversión privados, con el fin de que su dinero sea gestionado con criterios de inversión profesional. El Estado ha fomentado la inversión privada a través de la creación de fondos que invierten en gestoras privadas, ampliando así su capacidad de inversión. Así mismo ha otorgado subvenciones a gestoras para cubrir parte de sus gastos operativos o de inversión y ofrecido garantías a los inversores privados para reducir el riesgo de sus inversiones. Esta inversión no solo ha favorecido la creación de 116 nuevas sociedades de capital riesgo (SCR) en 2023, un aumento del 38% respecto al año anterior, sino que ha financiado parte de la curva de aprendizaje tecnológica que mencionamos anteriormente.

Por otra parte, la inversión pública ha favorecido el crecimiento del ecosistema de emprendimiento español. Si bien el dinero público ha venido financiando a equipos de inversión con poca experiencia (pequeños fondos, aceleradoras, venture builders y similares, demasiado pequeños o demasiado poco profesionales de la inversión) y a startups menos cualificadas desde el punto de vista de su invertibilidad real (hay más dinero en el sistema que startups donde invertirlo con criterios estrictamente profesionales), no puede olvidarse tampoco el muy interesante papel que el dinero público está jugando a la hora de ayudar

a las gestoras experimentadas a aprender sobre nuevos objetivos de inversión como la tecnología aplicada a la Salud, o a la Ciencia de Datos. Sectores donde las iniciativas empresariales necesitan invertir mucho capital y mucho tiempo antes de probar, no ya su éxito comercial, sino su propia viabilidad técnica y que, por lo tanto, tienen más difícil el concurso de inversores privados porque sus necesidades de financiación en las etapas iniciales van en contra del diseño de la mayor parte de los vehículos que operan en esas mismas fases del desarrollo de compañías.

Así que, si bien la difícil convivencia del dinero público con el privado ha generado muchas situaciones de frustración, todos estos efectos han jugado, y continúan jugando, un papel innegable en la imprescindible curva de aprendizaje del ecosistema.

## CONCLUSIONES

Como conclusiones generales, hay que decir que, en resumen, el dinero público y su actividad de partnership con el privado están funcionando para crear un ecosistema cualificado tanto desde el lado emprendedor como el inversor y eso es bueno, pero aún no se ven resultados en cuanto a la creación de un tejido industrial competitivo y/o el reciclaje del existente, porque lo que se ha diseñado no servía para lograr esto de forma directa, sino más bien para crear algunos elementos básicos. Antes de construir la casa, ha habido que hacerse con ladrillos, cemento y otros materiales.

Cabe hacerse la pregunta sobre si el volumen de los fondos públicos dedicados a la inversión innovadora ha sido suficiente o, más constructivamente, si será suficiente en el futuro. Otra pregunta insoslayable es qué cambios hay que hacer en el diseño del esquema que se ha venido utilizando. La existencia de grandes bolsas de dinero público, como los tan traídos Fondos Europeos para uno u otro fin, genera sin duda una oportunidad para seguir aprendiendo, pero cabe preguntarse sobre su excesiva canalización hacia sectores de interés político y grandes o no tan grandes compañías capaces de ejecutar en esos mismos secto-

res y experimentadas en la licitación pública, esto es, la subvención de dividendos de compañías ya existentes y que podrían medrar por sí mismas, versus la creación de un caldo de oportunidades para el desarrollo de nuevas compañías que operen con éxito en los sectores industriales más novedosos.

El dinero privado por su lado, no va a invertir nunca, ni en sectores ni en etapas de crecimiento de compañías donde no existan elementos que le empujen a ello, es decir, donde no haya posibilidades para este tipo de capital, de generar los retornos que le exige su propio negocio. No es realista contar con el capital riesgo privado para el impulso sectorial, sino para el imprescindible apoyo a las mejores iniciativas una vez iniciadas éstas y tampoco es realista asumir que el regar el mercado con más dinero vaya a impulsar a los inversores a comprometer sus resultados operando bajo condiciones incómodas.

El dinero público debe “rascarse la cabeza” en busca de nuevos modelos de colaboración y el privado siempre estará dispuesto a escuchar, por su propia naturaleza.

A la luz de este argumento, merece la pena detenerse en el cómo aprovechar la oportunidad de colaboración público/privada y entender cuál es el rol que debe jugar en un futuro cada uno de estos inversores.

Tiene sentido pensar que el capital público deba continuar acompañando al capital privado enfocándose en aquellos sectores que ayuden a España a prosperar. Para identificar éstos, el acceso a los fundamentales (conceptos subyacentes al análisis, sobre los que se entiende que no hay debate posible porque se han dado por buenos por métodos comprobables y/o aceptados) debería darnos la clave conceptual: existencia de talento y conocimiento histórico y presente, características del cambio demográfico, capacidad industrial instalada susceptible de reconversión, posicionamiento geográfico, existencia de factores de crecimiento, peso en la economía tanto en los ingresos como en los gastos

Pero hace falta ir más allá de lo evidente (Salud, Turismo, Energía), hay una gran oportunidad para la colaboración entre el capital

público y el privado no sólo en la producción de innovación vendible, sino también en el reciclaje de compañías ya existentes que están perdiendo competitividad o en la recuperación de sectores de actividad en progresivo abandono, mediante el incremento de sus factores de éxito vía adopción tecnológica. Evaluar las posibilidades de aprovechar talento, recursos y conocimiento históricos sobre industrias y mercados en vez de darlos por obsoletos de forma seguramente demasiado condescendiente. Utilizar las fuentes de financiación públicas para promover al capital privado a reconstruir las PYMEs españolas en problemas a

través de MBOs (Management Buy Out, o la compra de compañías por sus equipos de gestión), MBIs (Management Buy In, o compra de compañías por equipos externos expertos), el "Value Investing" (compra de compañías infravaloradas por el mercado, pero con condiciones para crear nuevo valor), o la inversión oportunista (compra de compañías en dificultades y creación de valor vía mejora de sus condiciones competitivas), pueden resultar atractivas para el capital privado y servirían para que el talento joven y más abierto y capacitado en cuanto a las nuevas tecnologías, actuase como agente natural para este cambio.

## SOBRE LAS AUTORAS

**Amalia Formoso Marques** es co-fundadora y CFO de LifeX Ventures, fondo global de VC. Con más de 16 años de experiencia en servicios financieros, Amalia ha trabajado en banca de inversión (Arcano y HSBC Londres), private equity (ICG) y venture capital. Mentora para la UPM y consejera de GIST Cancer UK.

**Paloma Cabello Esteban** asesora a fondos internacionales de Capital Riesgo e Inversión Alternativa en sus operaciones en España. Miembro del Consejo Mundial del MIT (Massachusetts Institute of Technology) Enterprise Forum, es juez y mentora de startups de varios programas nacionales e internacionales, como la UPM y StartSmart-MIT SEE y CEE.