# INVIRTAMOS EN START-UPS BIOFARMACÉUTICAS

*Desde su fundación en 2008, Ysios Capital ha sido testigo del proceso de consolidación de un sector tan arriesgado como necesario. El impacto que la financiación de start-ups biofarmacéuticas supone en las vidas de millones de pacientes parece difícil de incorporar en las métricas de retorno puramente financiero, pero es el motor que impulsa nuestra actividad.*

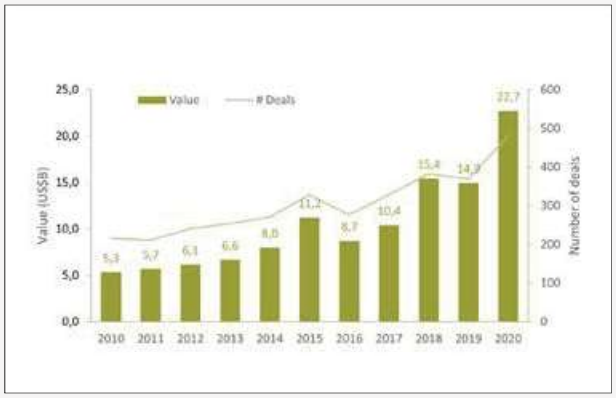
**Guillem Laporta,** Partner en Ysios Capital

**UNO DE LOS TÉRMINOS FINANCIEROS MÁS REDUNDANTES ES QUIZÁS EL DE «CAPITAL RIESGO».** Con él, se quiere capturar el concepto de inversión en empresas privadas, normalmente en estadíos iniciales de desarrollo y con alto potencial, las denominadas *start-ups*. Sin embargo, cualquier inversión en un proyecto o activo conlleva arriesgar el capital invertido. Así, en sentido amplio, Capital Riesgo podría aplicarse a todo tipo de inversión.

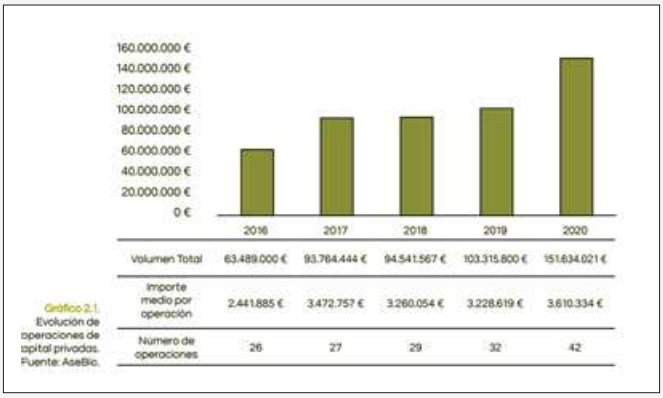
Capital de Alto Riesgo, más que Capital Riesgo, refleja con mayor exactitud el tipo de actividades de inversión en *start-ups*. En primer lugar, se trata de empresas privadas, con una baja liquidez. A diferencia de las empresas cotizadas, cuyas acciones pueden comprarse y venderse de forma automática, las acciones de las *start-ups* sólo pueden intercambiarse por dinero en contadas ocasiones, normalmente cuando éstas son adquiridas, algo que suele ocurrir entre 3 y 7 años después de la primera inversión. Esto reduce el margen de maniobra en caso de querer desprenderse de la inversión si las cosas se tuercen. En segundo lugar, la mayoría de *start-ups* no generan ingresos recurrentes: su desarrollo se basa en la inyección de capital. La imposibilidad de contar con recursos propios limita el crecimiento y aumenta la necesidad de refinanciación, exponiendo a los inversores a multiplicar el riesgo asumido inicialmente. Además, los activos fijos de las *start-ups* son de naturaleza intangible, como patentes y *software*, difícilmente convertibles en caja en caso de liquidación, algo que reduce las posibilidades de recuperar una parte de la inversión. A todo ello, cabe sumar equipos fundadores normalmente primerizos y tecnologías con una validez limitada.

En el caso de la inversión en *start-ups* biotecnológicas, el riesgo se ve magnificado por la naturaleza binaria de los medicamentos: o bien funcionan y son seguros, o bien no funcionan y/o son tóxicos. En el primer caso, la *start-up* que desarrolle un fármaco exitoso podrá venderse por cientos de millones de dólares, obteniéndose múltiplos que en algunas ocasiones pueden alcanzar entre 10 y 25 veces el capital invertido. En el segundo caso, habrá que liquidar el activo y asumir la pérdida correspondiente del capital invertido. Para ilustrar este punto, basta tomar como ejemplo la adquisición en 2021 por parte de la farmacéutica Merck de Velos Bio, una *start-up* americana enfocada al desarrollo de un prometedor anticuerpo para el tratamiento del cáncer. Merck pagó 2.750 millones de dólares por la compañía, que hasta la fecha había recibido inversiones por valor de solamente 195 millones de dólares. Por el contrario, Millendo, una *start-up* en el campo de las enfermedades ginecológicas, tuvo que ser liquidada recientemente y absorbida por otra empresa a precio de derribo al fallar varios de sus programas en fases clínicas.

**EL RIESGO DE LAS *START-UPS* BIOTECNOLÓGICAS PUEDE MITIGARSE** invirtiendo en ellas a través de fondos de capital riesgo especializados. Estos fondos permiten invertir en varias *start-ups* a la vez, mediante carteras de entre 10 y 20 compañías. El objetivo es que los altos retornos de las *start-ups* exitosas puedan compensar y superar las pérdidas causadas por aquellas que se vean abocadas a un proceso de liquidación. Normalmente, el acceso a estas oportunidades de inversión no está al alcance de inversores generalistas particulares o institucionales puesto que, o bien carecen del *network* para llegar a ellas, o bien las *start-ups* no acuden a ellos al preferir contar con inversores especializados en su base accionarial. Además, el análisis de dichas oportunidades requiere un profundo análisis científico. Por este motivo, los equipos de inversión de los fondos especializados, a diferencia de los fondos generalistas, cuentan en sus filas con médicos, doctores en biología y ejecutivos de compañías farmacéuticas, entre otros perfiles.




Rondas de financiación en empresas del sector biofarmacéutico por capital riesgo en Europa y estados unidos. Fuente: Global Data.




Evolución de operaciones de capital privadas. Fuente: Informe AseBio 2020.

Los fondos de Capital Riesgo especializados reducen asimismo el riesgo de la cartera mediante la diversificación a varios niveles. En primer lugar, procuran una baja correlación entre los activos de las empresas participadas. Esto implica que no se suela invertir en más de una o dos compañías que desarrollen productos para una misma enfermedad o que compartan la misma tecnología subyacente. Así, se evita que empresas de la misma cartera compitan entre ellas en procesos de adquisición y que noticias que afecten negativamente la percepción de una enfermedad o tecnología comprometan la cartera en su conjunto. En segundo lugar, el riesgo de liquidez antes descrito puede controlarse invirtiendo en compañías en distintas fases de desarrollo a lo largo del periodo de inversión. A medida que estas se venden, de forma más o menos escalonada en función del momento inicial en qué se invirtió, los inversores del fondo pueden recibir distribuciones de liquidez a lo largo de la vida del fondo y se minimiza el riesgo que se produzcan desinversiones tardías. Otro elemento fundamental a la hora de disminuir el riesgo y maximizar el retorno consiste en analizar las posibles vías de venta de la compañía, es decir, entender qué corporaciones farmacéuticas pueden estar interesadas en el futuro en adquirir la *start-up*, en qué punto de desarrollo, y por qué rango de precios. Un número limitado de potenciales compradores, largos periodos de desarrollo y cifras modestas de compraventa pueden desalentar una inversión.

**LOS RETORNOS ATRACTIVOS COMBINADOS CON LA GESTIÓN ESPECIALIZADA DEL RIESGO** han provocado un aumento sin precedentes del número y tamaño de inversiones en el sector biofarmacéutico a nivel global. En cuestión de diez años, la financiación por Capital Riesgo se ha más que cuatriplicado, pasando de 5,3 mil millones de dólares invertidos en 2010 a 22,7 mil millones de dólares en 2020 (Gráfico 1). España no ha sido una excepción a esta tendencia, situándose en 2020 en un récord de 152 millones de euros invertidos (Gráfico 2). Según la Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI), el peso de las ciencias de la vida en España supone ya un 16.3% del volumen de inversión en Capital Riesgo, una proporción que se ha casi doblado en los últimos cinco años. Además, desde 2019, y como consecuencia del creciente interés derivado del COVID-19, los mercados cotizados han visto un aumento significativo del volumen invertido en compañías del sector. Esto ha permitido la salida a bolsa de muchas *start-ups*, proporcionándoles acceso a sumas importantes de capital para llevar a cabo costosos ensayos clínicos. Para los fondos, el dinamismo de los mercados cotizados ha abierto la puerta a una vía alternativa de salida: la venta de acciones a mercado, que complementa la ruta clásica consistente en la adquisición por parte de grandes compañías farmacéuticas.

Desde su fundación en 2008, Ysios Capital ha sido testigo del proceso de consolidación del sector. A nivel global, los retos a los que éste se enfrenta, sin ser exhaustivos, son la creciente fusión entre compañías farmacéuticas, la incertidumbre sobre el modelo de precios de los medicamentos en EE. UU., y el hecho de que las viejas tecnologías cada vez producen menores beneficios incrementales en el curso de las enfermedades. Por este motivo, el foco de la inversión se está desplazando hacia nuevos tratamientos, basados en terapia génica y celular, capaces, en algunos casos, de atacar la raíz de patologías actualmente incurables y revertirlas. El impacto que esto supone en las vidas de millones de pacientes parece difícil de incorporar en las métricas de retorno puramente financiero, pero es el motor que impulsa nuestra actividad ◎