IESE CIF
Business School
University of Navarra

F-963
Marzo del 2021

Indexa Capital: preparando una nueva ronda de capitalización

José Luis Suárez
Mariola Soriano

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

Indexa Capital era el primer gestor automatizado establecido en España y el de mayor volumen. Un gestor automatizado se relacionaba con sus clientes a través de Internet; los gestores diseñaban las carteras, y el resto de la operativa se automatizaba, lo que, según cálculos de Indexa, ahorraba una media de un 82%[1] de costes y comisiones frente a la media de los gestores tradicionales. Indexa se basaba en la gestión indexada, lo que consistía en diversificar las carteras de sus clientes a través de fondos que replicaban la rentabilidad de diferentes índices, teniendo en cuenta el perfil de riesgo de cada cliente.

Indexa salió al mercado en diciembre del 2015, y tuvo dos rondas de capitalización: una en noviembre del 2015 y otra en noviembre del 2016. En mayo del 2017, los socios estaban negociando una nueva ronda de financiación, con el principal objetivo de dar entrada en el capital a All Iron, un *family office* que invierte en *startups.* Puesto que Indexa no estaba buscando activamente financiación, y que no se pensaba entrar en un nuevo proceso de valoración de inmediato, la negociación entre los socios de Indexa y los responsables del *family office* se centró en un préstamo convertible.

Los socios de Indexa Capital

Los tres socios fundadores de Indexa eran François Derbaix, Ramón Blanco y Unai Ansejo.

François Derbaix, co-CEO, era emprendedor y cofundador de varias *startups.* Su primera empresa, fundada en el año 2000 junto con su mujer, Marta Esteve, fue Toprural, que vendió en el 2012 a HomeAway. Desde entonces, invirtió en más de 25 negocios *online* en España y Bélgica. A partir

[1] Tal como mostraba Indexa en su página web, los costes totales medios de un gestor de fondos tradicional ascendían a un 3,40%, mientras que los de Indexa se quedaban en el 0,60%.

Caso preparado por el profesor José Luis Suárez y Mariola Soriano, asistente de investigación. Marzo del 2021.
Los casos del IESE están diseñados para fomentar el debate en clase y no para ilustrar la gestión adecuada o inadecuada de una situación determinada.
Este caso se ha escrito con la colaboración del CIF (Center for International Finance), IESE.

Copyright © 2021 IESE. Para pedir copias de este documento diríjase a IESE Publishing en www.iesepublishing.com, escriba a publishing@iese.edu o llame al +34 932 536 558.
No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Última edición: 15/3/21

del 2014, fue el primer inversor privado seleccionado por el European Investment Fund (EIF) para coinvertir en España (Fondo Isabel la Católica, de Axis-ICO, gestionado por el EIF). Derbaix era ingeniero de Gestión por la Universidad Católica de Lovaina (1997), número uno de su promoción *summa cum laude* y exconsultor en Boston Consulting Group, en Bruselas y París (1997-1999).

Ramón Blanco, consejero de la compañía, era licenciado en Ciencia Económicas y Derecho por ICADE, con un MBA en Harvard, y había disfrutado de una beca Fulbright. En 1999, fundó Selftrade, cuya matriz salió a bolsa en Francia. En el 2002, fue vendida a Boursorama Banque (perteneciente al grupo Société Générale). En Boursorama Banque (1.000 millones de euros de *market cap*), Blanco fue adjunto del CEO y consejero (en Francia), presidente de onvista bank (en Alemania) y vicepresidente de Selftrade Bank UK. Además, fue inversor en numerosas *startups* (por ejemplo, Idealista) y profesor del Máster en Banca y Finanzas del bufete Garrigues. Antes de constituir su primera empresa, trabajó en el área de marketing de Unilever y en el de banca de inversión del Banco Santander.

Unai Ansejo, co-CEO, tenía un perfil de gestor tradicional, con más de diez años de experiencia en la gestión de planes de pensiones y grandes patrimonios. Anteriormente, fue analista para el *front office* del BBVA en Accenture. Era licenciado en Ciencias Físicas y doctor en Economía por la Universidad del País Vasco, CFA Charter Holder y profesor del Máster Interuniversitario en Banca y Finanzas Cuantitativas.

Los antecedentes de Indexa Capital: Bewa7er

En el 2006, cuando se ocupaba de Toprural, Derbaix se preguntaba cómo permitir invertir en su *startup* a más personas, sin que se convirtieran en socios de la empresa (que tenía la forma legal de una sociedad limitada). En su opinión, tener demasiados socios complicaba la gobernabilidad de una compañía, aumentaba los costes, dificultaba las juntas de socios y, por tanto, una posible venta futura de la empresa. Además, los socios de una sociedad limitada en España contaban con el derecho preferente de suscripción, lo que limitaba la liquidez de las participaciones, porque desincentivaba a los posibles nuevos inversores externos para negociar la compra. Los nuevos inversores solo podían comprar si el resto de los socios no ejercía su derecho preferente, lo cual, en general, solo pasaba si los socios actuales pensaban que el precio era alto (si consideraban que el precio era correcto o bajo, ejercerían el derecho preferente). Por tanto, la sola existencia de ese derecho era un obstáculo para maximizar el precio de una operación de venta.

Otro motivo para buscar formas alternativas de capitalización era la poca liquidez de lo invertido en *startups*. Derbaix había comprobado personalmente que invertir era fácil; pero desinvertir, difícil. En la mayoría de los casos, nadie salía hasta la venta de la empresa, ya fuera en una operación privada o en una salida a bolsa, y Derbaix había constatado que las oportunidades de venta eran pocas. De media, una empresa no cotizada se vendía en España con una antigüedad superior a 10 años.

En el 2013, Derbaix encontró la solución al problema, al enterarse de la existencia de las cuentas en participación. Estas cuentas permitían establecer un contrato por el cual se podían ceder los derechos económicos de unas participaciones, los cuales consistían en los rendimientos de estas, tanto en dividendos como en plusvalías, sin tener que ceder los derechos políticos.

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

Así nació Bewa7er Market, S. L.[2], una plataforma de compraventa de derechos económicos en *startups* o empresas no cotizadas en general. La plataforma sería similar a una bolsa para *startups,* sin serlo técnicamente. Bewa7er compraría las participaciones y luego vendería los derechos económicos a otros inversores, a través de la creación de contratos de cuentas en participación. Estos podían pasar de un inversor a otro libremente, mediante un clic, porque no estaban sujetos al derecho de adquisición preferente (las participaciones siempre las tenía Bewa7er, nunca cambiaban de manos). Derbaix no podría dedicarse a la nueva *startup* a tiempo completo, ni su perfil era todo lo financiero que requería el negocio, por lo que buscó un socio que la liderara. Álvaro Ortiz, un amigo de Derbaix, le indicó que Unai Ansejo, socio suyo en Nvivo y experto financiero, podía ser la persona idónea. Derbaix y Ansejo se entendieron rápidamente.

Desde entonces, Ansejo acogió el liderazgo del proyecto. Juntos decidieron completar el equipo con el apoyo, como consejeros, de Álvaro Ortiz (UX Marketing, fundador de Mumumio y, en aquel momento, responsable de marketing en CartoDB) y de Ramón Blanco (experto en banca y el sector financiero; en ese momento, CEO de una *startup,* Etece). El nombre de la nueva empresa surgió de la idea del negocio: aportar liquidez y transparencia al mercado de financiación de las *startups.* Un amigo de Derbaix dio la idea con la frase *"Be water, my friend"* y la sustitución de la *t* por un 7 se debió a la consecución del dominio en Internet.

Derbaix y Ansejo lanzaron Bewa7er en junio del 2014, pero el recorrido del negocio fue corto. A las pocas semanas de su lanzamiento, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) les envió un requerimiento de información. Los emprendedores, a pesar de estar seguros de que la actividad era legal (contaban con una opinión legal —en ese sentido— del bufete Baker McKenzie) y no reservada, porque las cuentas en participación no son un valor, decidieron, de común acuerdo con el regulador, buscar la manera de encajar la actividad dentro de un vehículo regulado. Los retrasos del proyecto Bewa7er llevaron a los socios a volver la mirada hacia la gestión de patrimonios de terceros o *asset management*[3].

Basándose en su experiencia profesional, Ansejo opinaba que una gran parte de la rentabilidad que ofrecen los mercados financieros acababa en manos de los gestores de patrimonios, a través de las comisiones, y que muchas veces se dificultaba al cliente el conocimiento de los costes de la gestión. Su colaboración en Itzarri EPSV, el plan de previsión social de los funcionarios del Gobierno vasco, que era una mutualidad, presentaba un mayor alineamiento del gestor con los socios, y el ahorro de comisiones redundaba en una mayor rentabilidad para los inversores. Así surgió la idea de generalizar este tipo de gestión de bajo coste y alineamiento de los intereses para todos los inversores; pero, para poder ofrecer comisiones de gestión realmente reducidas, se debía solventar, primero, el problema de la falta de escalabilidad de los modelos tradicionales de gestión.

Entonces se observó que, en Estados Unidos, habían surgido, pocos años antes, gestores de inversión automatizados, donde los llamaban *robo-advisors,* que resolvían, mediante la tecnología, el problema de los altos costes de gestión y la falta de escalabilidad. Esos gestores automatizados estaban teniendo mucho éxito. Tras comprobar que no existía ninguna iniciativa similar en España, Derbaix y Ansejo, junto a Blanco, decidieron poner en marcha el primer gestor automatizado en el país, en septiembre del 2014, pidiendo la autorización de funcionamiento a la CNMV en febrero del 2015, que obtuvieron el 11 de diciembre de ese mismo año.

[2] *Bewa7er* se pronuncia como '*be water*'. Más información en Derbaix (2014).

[3] La actividad se lanzó cuatro años más tarde como Bewater Funds (bewaterfunds.com), creando una gestora de fondos (SGEIC) que gestionaría diferentes fondos de inversión de capital cerrado, teniendo cada fondo una única empresa invertida en su interior.

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post