

EL CAPITAL RIESGO: ANALISIS DE SU INDUSTRIA

Jonatan Álvarez · Joan Invers · Gonzalo Palacín · Jordi Puigdengoles

Introducción

El capital riesgo, según la nueva ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo, las define como:

Las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Asimismo, se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital-riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85 por 100 del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Bajo el nombre de operaciones de capital riesgo se engloban aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías mediante un proceso de negociación privado (es decir, al margen de los mercados bursátiles). En general, estas operaciones se realizan a través de fondos o sociedades no cotizadas que son gestionadas por instituciones especializadas. Estas, además, deciden qué empresas deben recibir los recursos y participan de forma directa o indirecta en su gestión.

Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal, ya que, pasado un cierto período, se realizan ventas de las acciones compradas. No obstante, el plazo medio de mantenimiento de las inversiones suele ser habitualmente bastante dilatado.

Tradicionalmente, el capital riesgo se ha centrado en la financiación de empresas en fase de lanzamiento o expansión, que cuentan con escasos fondos internos y que se caracterizan por un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de su negocio, lo que les dificulta el acceso a fuentes alternativas de recursos.

No obstante, recientemente se ha observado un incremento significativo de operaciones dirigidas a compañías maduras, transacciones que están generalmente asociadas a procesos de reestructuración y que en algunas ocasiones implican la exclusión del mercado bursátil de la empresa adquirida. Esta modalidad de inversión se ha utilizado también en sociedades familiares en las que han surgido divergencias entre los accionistas sobre el mejor modo de gestionarlas.

Más allá de la definición legal, el capital riesgo otras veces llamado capital inversión, capital desarrollo, *venture capital*, *private equity*, se convierte en una técnica, modalidad o forma de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional; quien realiza inversiones en compañías con un alto potencial de crecimiento; instrumentadas a través de la compra de participaciones accionarias (en su mayoría minoritarias y que no cotizan en mercados organizados) con la expectativa de obtener dentro de un horizonte a corto/mediano plazo, plusvalías de su inversión. El inversor profesional entiende y conoce el alto riesgo al que somete su inversión que puede llevarlo a la pérdida total del capital invertido.

Conviene precisar que, aunque en castellano es corriente utilizar el término capital riesgo al referirse a todas las fases de desarrollo de esta actividad, en el mundo anglosajón existe una clara distinción entre las inversiones en proyectos empresariales que se encuentran en etapas tempranas (*venture capital*) y aquellas que se centran en empresas ya consolidadas (*private equity*).

En una última fase, el inversor buscará su salida de la empresa para materializar los rendimientos obtenidos y revertir el flujo de fondos hacia los proveedores. Las principales estrategias de salida que se plantean (y que se recogen bajo el término desinversiones) son la venta a un inversor estratégico, la Oferta Pública Inicial (conocido como IPO en el mundo anglosajón) de las acciones de la compañía o la recompra de acciones por parte de la empresa.

Por fase de desarrollo, es posible clasificar el capital riesgo en los siguientes apartados:

- **Semilla** (*seed*): aportación de recursos en una fase anterior al inicio de la producción masiva (definición/diseño del producto, prueba de prototipos, etc.). Todavía existe riesgo tecnológico.
- **Arranque** (*Start-up*): financiación para el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
- **Otras fases iniciales**: recursos para cubrir el desfase de tesorería en empresas de reciente creación que no han alcanzado el punto muerto.
- **Expansión**: Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.
- **Sustitución**: Adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos.
- **Adquisición con apalancamiento** (*Leveraged Buy-out - LBO*): Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).
- **Reorientación**: Recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento.
- **Refinanciación de deuda**: Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

La importancia del CR radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de empresas innovadoras o de elevado crecimiento, de modo que éstas sean capaces de alcanzar su potencial y generar empleo y crecimiento. Según un estudio elaborado por Martí Pellón, la presencia de un inversor de CR en el capital de una empresa genera un efecto positivo sobre la misma (en términos de empleo, facturación, resultados, inversión en activos y recaudación fiscal, entre otros), lo que se traduce en un crecimiento superior de la empresa y, por tanto, en un impacto económico en la zona donde se desarrolla su actividad.

La actividad inversora la desarrollan compañías de inversión especializada en esta actividad ya que se trata de una entidad con cierto riesgo. Generalmente existen dos tipos de entidades:

· **Sociedades de Capital Riesgo (SCR).**

Son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales y minoritarias en el capital de empresas no financieras o Pymes innovadoras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial. Para el desarrollo de su objeto social principal, las SCR podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. No suele tener duración limitada, pueden incrementar sus recursos mediante ampliaciones de capital y podrán de igual modo, realizar actividades de asesoramiento.

· **Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR).**

Son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo (FCR) y de activos de Sociedades de Capital Riesgo (SCR). Están conformadas por grupos de especialistas de reconocida experiencia y prestigio en inversiones de capital riesgo, dedicados a promover, gestionar y desarrollar las actividades que contempla su objeto social, a cambio de una cantidad fija más una participación en las plusvalías realizadas en la desinversión. Como actividad complementaria, las SGEGR podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

La dirección y administración de los Fondos de Capital Riesgo se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de gestión de cada Fondo, debiendo recaer necesariamente en una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo o en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva.

El capital riesgo en los EEUU

Evolución histórica

Durante las dos últimas décadas, la industria del capital riesgo en los Estados Unidos ha experimentado un crecimiento sin precedentes. Las entradas de capital han crecido virtualmente desde cero en la mitad de los setenta, hasta una cifra cercana a los 105 billones de dólares en el año 2000.

Muchas de las compañías más renombradas del panorama empresarial de las décadas pasadas – incluyendo a Apple Computer, Genetech, Intel, Lotus, Microsoft, Google, eBay o Yahoo! – han sido financiadas por fondos de capital riesgo.

Si observamos cómo ha ido evolucionando en el mercado americano, podemos decir que el capital riesgo es un ciclo, que empieza con la creación y capitalización del fondo, su seguimiento, la aportación del valor añadido a la compañía por parte de los gestores, y acaba con la salida de la empresa y la obtención del rendimiento.

Por lo general, las aportaciones a los fondos provienen de fondos de pensiones, donaciones/aportaciones de instituciones tales como universidades, así como de individuos con alto poder adquisitivo. Y suelen hacerlo de forma periódica, con una vida del fondo de un máximo de 10 años.

Orígenes

La primera empresa moderna de capital riesgo American Research and Development (ARD), no apareció hasta después de la Segunda Guerra Mundial. Se creó en 1946 con el propósito de comercializar las tecnologías desarrolladas durante la guerra, en particular innovaciones llevadas a cabo por el MIT (Instituto Tecnológico de Massachusetts). Este fondo tuvo mucho éxito, sobretodo en su inversión en la Digital Equipment Company, en la que habiendo invertido 70.000 \$, consiguió hacer crecer hasta un valor de 355 millones de dólares. Cabe recordar que la gran mayoría de aportaciones del fondo fueron a título personal.

Muy pronto surgieron imitadores, pero de estos, las sociedades de capital riesgo fueron una minoría durante los 60 y los 70. La mayoría eran fondos cerrados o pequeñas compañías inversoras (también llamadas SBICs, Small Business Investment Companies). Se dice que éste fue el programa que inició la actividad en Silicon Valley.

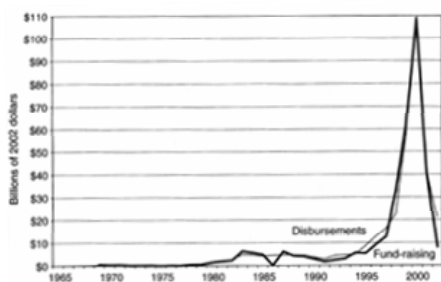


Gráfico obtenido de “The Venture Capital Cycle”

El flujo anual de dinero entrante en los fondos durante estos años nunca sobrepasó los pocos millones de dólares, y esta cantidad quizá sea mucho decir. Como se puede comprobar en la imagen de la izquierda, los primeros flujos comenzaron a darse a finales de los 70 y primeros años de los 80.

Desarrollo

Un factor importante en el despegue de la inversión en fondos de capital riesgo fue, en 1979, la revisión de la ley que prohibía a los fondos de pensiones invertir en cualquier tipo de producto de riesgo. Anteriormente, el conocido como ERISA (Employee Retirement Income Security Act) lo impedía.

Esto provocó una gran entrada de dinero, en comparación con los primeros años del capital riesgo. Para poner un ejemplo, en 1978, cuando la inversión alcanzó los 481 millones de dólares, sólo un 15 % provenía de los fondos de pensiones. Ocho años más tarde, en 1986, alcanzando más de 3 billones invertidos, más de la mitad de estos se conseguían a través de fondos de pensiones.

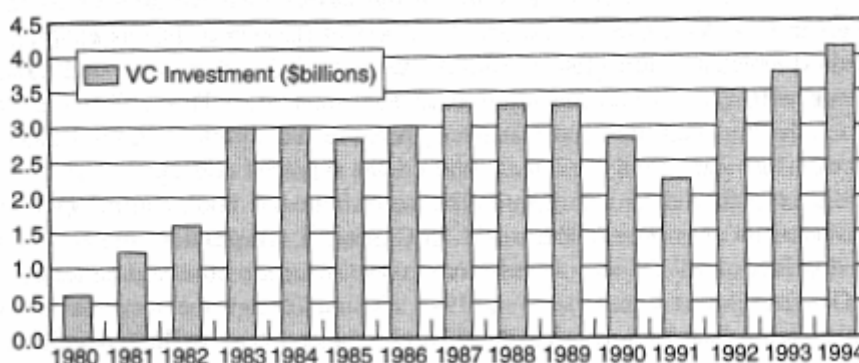


Gráfico obtenido de la NVCA (National Venture Capital Association)

La actividad inversora creció rápidamente en los 80, y consiguió mantenerse así hasta el final de la década.

Ya en los 90, pese a tener un comienzo no muy bueno, se experimentó otro salto en el volumen de aportaciones, llegando a sobrepasar los 4 billones de dólares. Hasta este punto podríamos decir que estamos en una etapa de preboom.

Consolidación y el “crack” tecnológico

Durante los 90, la industria del capital riesgo se volvió atractiva para muchos agentes del mercado. Inversores, asesores, gestores... todos querían su trozo del pastel.

Por aquel entonces se produjo una sobre inversión en varias industrias y una entrada de capitalistas inexpertos. Como irremediable consecuencia, muchas inversiones no fueron tan rentables como se esperaba, y muchos inversores decepcionados fueron retirando los fondos buscando otro tipo de inversión.

Aún así, el sector fue creciendo, alentado por un mercado bursátil en crecimiento, lo que favorecía las postreras salidas de las empresas invertidas mediante las IPO (Inicial Public Offerings).

A finales de los 90 las empresas tecnológicas experimentaron un auge espectacular, y el capital riesgo no se quedó al margen. El mercado bursátil experimentó un crecimiento extraordinario, y con ello alentó a muchos gestores a invertir en fondos de capital riesgo.

El efecto llamada también provocó que se crearan infinidad de empresas tecnológicas, que se sustentaron con aportaciones iniciales de capital riesgo (venture capital).

Esto, unido al nacimiento de Internet tal y como lo conocemos, hizo que todas las miradas se dirigieran hacia la tecnología, el hardware, el software y la WorldWideWeb. Se crearon muchos fondos públicos cuyo leitmotiv fue incitar a las compañías a innovar (algo parecido a lo que en 1995 se conocería en Europa como el Green Paper on Innovation).

Alrededor del año 2000 se consiguió una cifra récord en cuanto a volumen de recaudación para fondos de capital riesgo, la escalofriante cifra de 110 billones de dólares.

A comienzos del nuevo siglo, la burbuja acabó por desinflarse. Las cotizaciones en bolsa cayeron en picado, dejando sin salida a numerosos fondos que esperaban poder rentabilizar sus inversiones, a la par que obtener grandes rentabilidades.

El shock fue tal que redujo los niveles de inversión a una décima parte de los años anteriores, volviendo virtualmente a mediados de los 90.

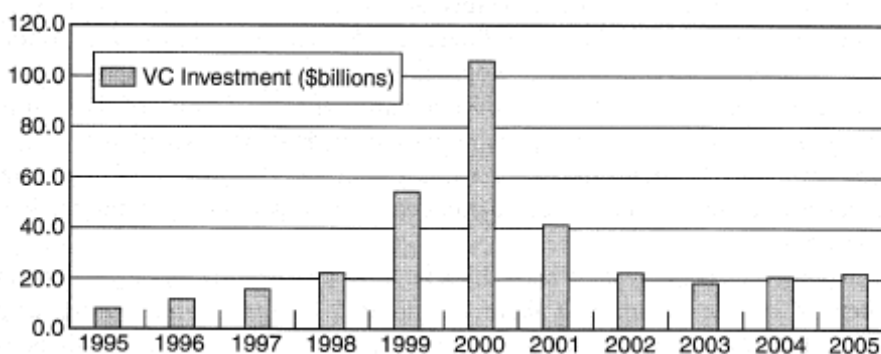


Gráfico obtenido de la NVCA (National Venture Capital Association)

Después del boom y mirando al futuro

Volviendo la vista atrás, y rememorando la evolución durante las dos últimas décadas, vemos un crecimiento superior a cualquier otro producto financiero. El capital riesgo estadounidense pasó de apenas 1 billón en 1976, a más 250 billones de dólares en 2001. Tras experimentar dificultades a principios del nuevo siglo, la industria ha tomado conciencia de la necesidad de mirar hacia fuera, y buscar oportunidades más allá de sus fronteras.

También, se plantea el dilema de sostenibilidad. Dado que pequeñas variaciones de la oferta o la demanda de la inversión tienen un efecto notabilísimo en los fondos (ej. En los periodos de crecimiento de aportaciones a los fondos, los acuerdos con las empresas se vuelven menos restrictivos, se invierte más y se valoran de forma más optimista los rendimientos esperados.)

Es por ello, que la industria del capital riesgo, como la misma economía, se considera de carácter cíclico.

Sin duda, podemos afirmar de modo empírico, que para que una compañía participada por capital riesgo pueda prosperar y generar rentabilidad, es necesario que desarrolle algún tipo de producto o tecnología innovador/a. De este modo, puede penetrar una mayor parte del mercado y conseguir un impacto en él. Generalmente, las empresas más predispuestas a ello han sido las del HealthCare, las tecnológicas o del software.

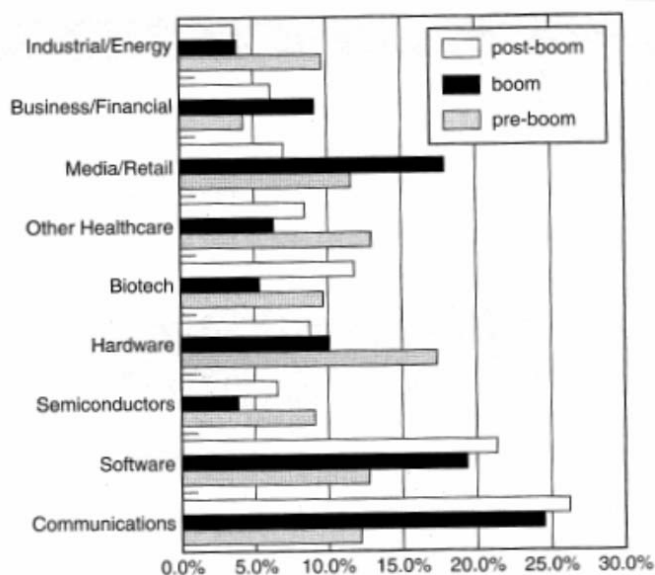
Tampoco debemos olvidar los cambios económicos o legales acontecidos en la historia reciente de Estado Unidos. La reducción de costes y la flexibilización de algunas leyes han permitido a muchos emprendedores iniciar su proyecto, cuando tiempo atrás no les hubiera sido posible.

Este hecho ha hecho crecer paralelamente la necesidad de una financiación como el capital riesgo, que también se ha ido diversificando por distintos sectores.

La inversión por sectores

Tradicionalmente, el Venture Capital se ha concentrado en dos sectores: el HealthCare y las tecnologías de la información (IT), incluyendo en éste último las industrias de las comunicaciones, semiconductores, software y hardware. Todas ellas tienen un factor en común: la capacidad de crecer rápidamente, en base a una innovación en el mercado.

A continuación mostramos un gráfico elaborado por la National Venture Capital Association, en el que se han dividido las industrias en tres fases: anteriores al boom tecnológico (1980 – 1994), durante el boom tecnológico (1995 – 2000) y tras el boom tecnológico (2001 – 2004).



La preponderancia de las telecomunicaciones es palpable.

Incluso después de la crisis, siguen teniendo un peso importante sobre el total de sectores.

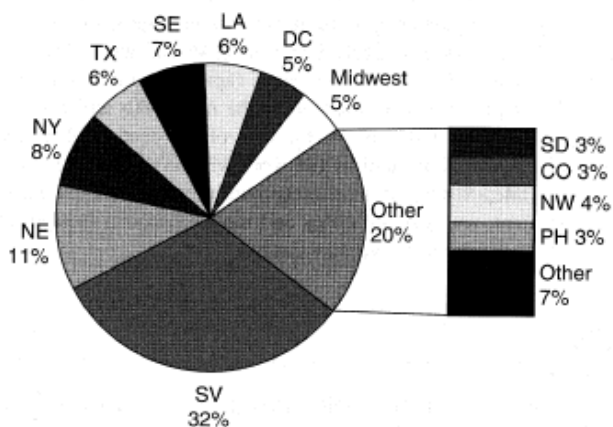
En lo referente al HealthCare, en la última época postboom, ha tomado más relevancia el sector de la biotecnología.

Gráfico obtenido de la NVCA (National Venture Capital Association)

La inversión por regiones

Desde el comienzo del capital riesgo en Estados Unidos, el área norte de California, la conocida Silicon Valley, se ha mantenido como el epicentro de la actividad, acumulando el 30% de la actividad total en suelo norteamericano.

En un segundo plano, encontramos los alrededores de la ciudad de Boston (New England), como segundo centro neurálgico del capital riesgo.



Key: CO = Colorado NY = NY Metro
 DC = DC Metro PH = Philadelphia Metro
 LA = LA/Orange County SD = San Diego
 MID = Midwest SE = Southeast
 NE = New England SV = Silicon Valley
 NW = Northwest TX = Texas
 Other = 7 Additional Regions

Gráfico obtenido de la NVCA (National Venture Capital Association)

Cabe recordar que, pese a la concentración de casi la mitad de las inversiones en estas dos zonas, los fondos se emplean en operaciones en el extranjero, generalmente en la India por compañías de IT. Este fenómeno en la India es muy reciente, y se debe a la formación técnica que han desarrollado las nuevas generaciones de informáticos indios.

El capital riesgo en España

La actividad de capital riesgo tiene precedentes tan remotos, o incluso más, como la misma financiación del viaje de Cristóbal Colón que permitió el descubrimiento de América. Pero, como hemos visto en el apartado anterior, el desarrollo del capital riesgo como una actividad financiera profesionalizada no se inició hasta después de la II Guerra Mundial en Estados Unidos.

En España, lo mismo que en el resto de Europa, este desarrollo se produjo con un cierto retraso. Hasta la fecha, en nuestro país pueden reconocerse cuatro etapas en la introducción del capital riesgo como instrumento financiero desarrollado de forma profesionalizada:

Puesta en Marcha (1972-1986).

La primera entidad de capital riesgo fue creada en España en 1972. se trataba de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), promovida por el Instituto Nacional de Industria y por Cajas de Ahorro regionales y locales junto a algún inversor aislado. La principal característica de esta etapa es, además de la lentitud del proceso, el fuerte predominio de la iniciativa pública. Ello motivó que en un alto porcentaje, las inversiones se realizaran en empresas en proceso de constitución o arranque, con el objetivo de revitalizar el tejido empresarial de la Comunidad Autónoma en la que estuviese ubicada la entidad correspondiente. En 1986 nace ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo).

Desarrollo de la iniciativa privada (1987-1991).

Esta etapa se caracteriza por el cambio de protagonismo del sector público al sector privado en esta actividad financiera, aunque también cabe destacar el espectacular crecimiento, tanto en número como en recursos de estas sociedades. Al término de esta etapa, la mayor importancia de las sociedades gestoras de fondos y el menor protagonismo del sector público acercaron la estructura del sector de entidades de capital de riesgo a lo existente en otros países de nuestro entorno.

Consolidación (1992-1999).

Durante los años 90 la actividad del capital de riesgo vivió una etapa de crecimiento espectacular, manteniendo un fuerte ritmo de captación de recursos que empezó a descender de manera importante a finales de la década.

Incertidumbre (2000-2003).

La crisis de los valores tecnológicos durante el año 2000 y la desaceleración económica global consolidada durante el 2001 han llevado a este mercado a una situación de cierta incertidumbre que requiere más que nunca de estímulos adicionales.

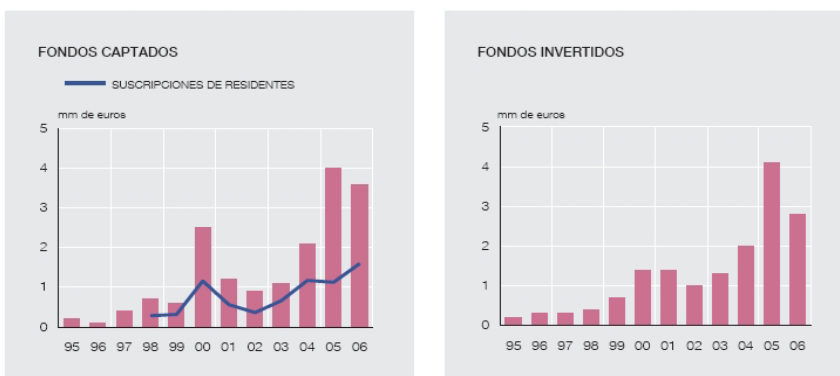
En este sentido, la Comisión Europea remitía, con fecha de 25 de octubre de 2001, una comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo (COM (2001)605 final) en la que instaba a estas instituciones a realizar un esfuerzo para completar el Plan de Acción del Capital de Riesgo, adoptado en junio de 1998, antes de finalizar el año 2003, según lo establecido por el Consejo Europeo de Lisboa en marzo de 2000, y ratificado posteriormente en las cumbres de Estocolmo y Goteborg.

Despegue definitivo (2003-Actualidad).

Durante los últimos años, esta industria ha experimentado un notable desarrollo. Así, el número de operadores registrados en España pasó de 96 a 140 entre 2003 y 2006. Así, la participación del sector público ha ido reduciéndose progresivamente, de modo que en 2005 tan solo el 18% de los operadores (sociedades y gestoras de fondos) registrados en nuestro país era de este tipo. En términos de actividad, la información disponible apunta también a un elevado dinamismo en el período reciente. Así, tal como se aprecia en el gráfico 1, de acuerdo con los datos proporcionados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), tanto los volúmenes atraídos por los agentes que operan en nuestro país (suscripciones brutas de los partícipes o socios) como los invertidos (incluyendo solo las adquisiciones de empresas residentes) han avanzado rápidamente durante los últimos años. A la hora de valorar el primer indicador, conviene tener en cuenta, no obstante, que, al no disponerse del detalle de las suscripciones realizadas en oficinas en nuestro país por parte de las entidades paneuropeas, ASCRI realiza una estimación basada en la nacionalidad de la compañía adquirida, por lo que estos datos deben tomarse con cautela. En todo caso, las compras de residentes presentaron una evolución similar, aunque por un volumen sustancialmente inferior, especialmente en 2005.

FONDOS CAPTADOS E INVERTIDOS. ESPAÑA

GRÁFICO 1



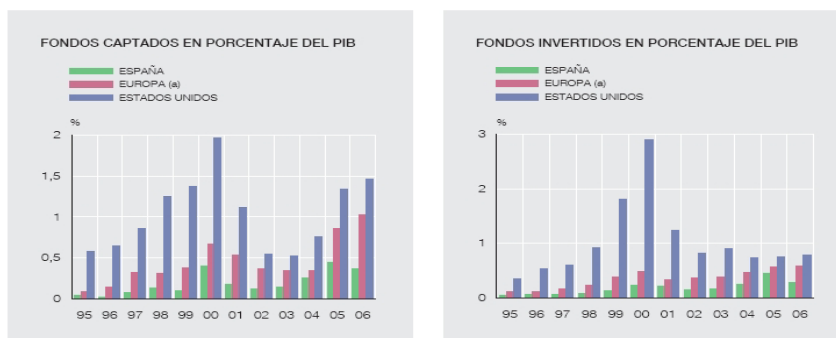
FUENTE: ASCRI.

Varios factores, tanto globales como específicos, han podido contribuir al desarrollo de la industria de capital riesgo en España durante los últimos años. Entre los primeros cabe mencionar la demanda creciente de este tipo de producto por parte de inversores institucionales y los procesos de reestructuración empresarial, que se han visto impulsados por la globalización y, en el caso de Europa, por el mercado único. Entre los segundos se encuentra la introducción de un nuevo marco regulador para estas entidades a finales de 2005 (Ley 25/2005), que supuso la agilización del régimen administrativo, la flexibilización de las reglas de inversión y la posibilidad de crear nuevos productos (fondos de fondos).

Tal como se aprecia en el gráfico 2, a pesar del avance del capital riesgo en España, su importancia en relación con el PIB continúa siendo inferior a la que se observa en el conjunto de los países europeos y en Estados Unidos, tanto en términos de los fondos captados como de los invertidos. La evolución temporal muestra en las tres áreas un perfil similar. Así, entre 1995 y 2000 se produjo una trayectoria creciente del negocio, asociada principalmente con la adquisición de empresas tecnológicas. Posteriormente se inició una etapa de menor actividad, y durante los últimos tres años se ha vuelto a experimentar un renovado auge, vinculado con operaciones apalancadas.

FONDOS CAPTADOS E INVERTIDOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

GRÁFICO 2



FUENTES: ASCRI, EVCA, Thomson Financial y DataStream.

a. Se utiliza el PIB agregado de Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia, que representaban el 93% de fondos captados en Europa en 2005.

El nuevo marco legal en España

Si nos remontamos a los antecedentes más “recientes” de las Entidades de Capital Riesgo (ECR), nos encontramos con una regulación básica y esencial sobre este instrumento de inversión, pero insuficiente y limitativa desde el punto de vista competitivo respecto a otros países de nuestro entorno, tales como el Reino Unido, Francia y Alemania, que se encuentran en la cabecera del ranking europeo, según fuentes de EVCA Yearbook, 2005. Si comparamos el nivel de desarrollo jurídico del que están dotadas las ECR en España con el de otros países, nos encontramos ante la incipiente necesidad de un nuevo marco regulador adaptado a nuevas necesidades, tanto de incentivación de la inversión en I+D+i, que podría contribuir al crecimiento de la economía a largo plazo, como de dinamización y crecimiento de la economía española basada en el avance de la productividad con creación de empleo. No hay que obviar el hecho de que, según conclusiones generales de estudios publicados acerca de impacto del capital riesgo en las empresas, las economías respaldadas por Capital Riesgo estimulan la economía, manifestándose en las empresas un acelerado nivel de crecimiento, creando un gran número de puestos de trabajo, invirtiendo mucho más y desarrollándose internacionalmente, puesto que sus exportaciones crecen con mayor rapidez. Con el fin de paliar las “insuficiencias” jurídicas al respecto y con el objetivo de estimular el crecimiento de la economía española, surge la nueva reforma legislativa de la Entidades de Capital Riesgo y sus sociedades gestoras en España. A pesar de que el texto de la Ley 1/1999, 5 de enero, estableció un régimen de regulación de las ECR “suficiente en el tiempo”, lo cierto es que en España debido al crecimiento y la utilización de dicho instrumento de inversión, en sectores tales como tecnología o productos y servicios industriales, considerados como sectores “más favorables” de inversión, es más que necesario dotar de un nuevo marco regulador a este instrumento de inversión que “acompañe” a dicha expansión. Muchas son las novedades que el nuevo texto introduce, entre las cuáles caben destacar, la simplificación y agilización de régimen administrativo, la flexibilización del régimen de inversiones, la creación de la figura del Fondo de Fondos, la distinción entre los regímenes común y simplificado, la atribución del grueso de las competencias a la CNMV respecto a los regímenes de autorización, constitución y modificaciones, la

amplitud del margen y régimen de inversión, así como un régimen fiscal más favorable para las rentas y dividendos derivados de las transmisiones.

El objeto de las ECR es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y no inmobiliarias que y como regla general, en el momento inicial, no coticen. La nueva ley introduce una novedad al respecto, en el sentido de que, las entidades de capital riesgo, podrán invertir en empresas no financieras cotizadas en mercados regulados otorgando a éstos efectos el plazo de un año para que sean excluidas de cotización.

Asimismo se consideran inversiones de capital riesgo, la inversión en valores emitidos cuyo activo se constituya en más de un 50% por inmuebles siempre que al menos los inmuebles que representen un 85% estén afectos a actividades económicas, por lo que con esta apreciación se permite la inversión en empresas inmobiliarias. Las ECR pueden adoptar dos formas jurídicas, sociedades de capital riesgo o fondos de capital riesgo, siendo la gestión de estos últimos, necesariamente encomendada a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo. Con la nueva ley, las ECR, a su vez, están afectas a dos tipos de regímenes diferenciados, el común y el simplificado. Los requisitos para la concurrencia en el régimen simplificado son a grandes rasgos, el hecho de que la oferta de acciones o participaciones se realice con carácter privado, sin mediar por ello publicidad alguna, un compromiso mínimo de inversión de 500.000 Euros y un número de partícipes igual o inferior a veinte. Las entidades sujetas al régimen común serán aquellas que no cumplan con alguna de las características mencionadas anteriormente. La entidades de capital riesgo encuadradas bajo el régimen simplificado, podrán invertir un 40% de su activo computable tanto en la inversión en una misma empresa como en empresas que pertenezcan al mismo grupo. El nuevo texto, respecto a los coeficientes de inversión obligatorios, establece que el coeficiente mínimo de inversión es de un 60% de su activo en acciones o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción de los mismos en el capital de empresas objeto de su actividad. De este coeficiente un 30% puede destinarse a préstamos participativos a empresas, participadas o no, por entidades de capital riesgo y un 20% a la inversión en otras ECR, siempre que la entidad en la que se invierte no tenga a su vez invertido más del 10% de su activo en otra ECR.

No hay duda alguna de que se ha llevado a cabo una profunda mejora tanto por las novedades y modificaciones introducidas, a nivel puramente jurídico cuyo denominador

común pasa por impulsar la productividad de la economía, como por la sistematización y reordenación del articulado, incorporando todos aquellos elementos imprescindibles para que no sea necesario y exigible un desarrollo reglamentario ulterior y dotar al “nuevo capital riesgo” de un régimen plenamente operativo desde su entrada en vigor, aportando mayor claridad y seguridad jurídica al mismo. No obstante lo anterior, cabría tener en cuenta cómo se encuadrarían y concretarían todas las modificaciones referidas respecto al desarrollo normativo de las mismas.

Impacto del capital riesgo en Europa

En muchos países se han hecho estudios sobre el impacto que tiene el capital riesgo en la economía del país, a continuación hacemos el seguimiento a dos países europeos, que son suficientemente significativos.

Reino Unido

En Europa, el primer intento de medir el impacto sobre la economía se llevo a cabo en el 1987 en el Reino Unido. Venture Economics Limited (1987) preparó para la asociación inglesa, la British Venture Capital Association (BVCA), un estudio similar al realizado en 1982 en Estados Unidos para la Oficina General de Contabilidad Americana.

El estudio partía con un objetivo muy ambicioso al referirse al impacto del capital riesgo en el Reino Unido. En realidad, sin embargo, se concretó en el análisis del crecimiento de ciertas variables clave en aquellas compañías que recibieron fondos de capital riesgo y que durante el periodo de análisis salieron a bolsa. Es decir, que solamente se analizaron las empresas que podrían ser consideradas como las más grandes y las más exitosas, y que, en general, recibieron capital riesgo en su fase de expansión. Además, no se tuvo en cuenta el momento en que recibieron el capital riesgo, con una media de más de ocho años atrás para aquellas que recibieron los fondos cuando estaban en fase de arranque y solo dos años para el caso de las operaciones apalancadas (buy-outs). Por lo tanto, se puede concluir que la muestra estaba totalmente sesgada de forma positiva, pues contemplaba solo las empresas de mayor tamaño y con mejores resultados, como se deduce del hecho de que consiguieron cotizar en los mercados de valores.

Pero este no es el único punto débil del estudio. La muestra la formaban tan solo 92 empresas, cuando, según ese mismo estudio, más de 4.000 empresas recibieron capital riesgo en el Reino Unido entre 1981 y 1985. Es decir, la muestra representaba menos de un 2,3% de la población.

Los principales resultados agregados para el periodo de cuatro años, considerados para cada empresa según su momento de salida a bolsa, se presentan como crecimientos medios. Teniendo en cuenta la gran dispersión de las empresas de la muestra (por ejemplo, el rango de las ventas va desde 2.000 millones a 166.000 millones de libras

esterlinas), hubiera sido recomendable utilizar crecimientos agregados por grupos de empresas o medias ponderadas según su tamaño inicial.

Por otra parte, no se contrastan los resultados obtenidos para la muestra con un grupo de empresas similares, del mismo sector, tamaño y edad, que también cotizasen en bolsa, pero que no hubiesen sido objeto de inversión por parte de los fondos de capital riesgo. Un crecimiento de los beneficios del 35% anual durante los cuatro años anteriores a la salida a bolsa puede ser significativamente superior, o inferior, o simplemente no ser significativamente diferente a los resultados obtenidos por otras empresas que salieron a bolsa. Pero este análisis no se realizó, a pesar de que no habría resultado complicado llevarlo a cabo.

Finalmente, el evento alrededor del cual hay que realizar los análisis de impacto de capital riesgo es la entrada del inversor, y no la salida a bolsa de la empresa, un hecho que puede ocurrir o no y que puede estar más o menos cercano en el tiempo al evento que es objeto de estudio. Interesa conocer qué sucede cuando llegan los nuevos inversores. Si realmente el capital riesgo tiene un impacto en la empresa que se traduce en un impacto en la economía en general.

La BVCA decidió continuar el seguimiento de las empresas de la muestra del estudio de 1987 y Venture Economics Limited (1988) publicó al año siguiente una actualización. Además, se incluyeron en el estudio de 1988 las 51 compañías que habían salido a bolsa desde finales de 1986 y durante todo el año 1987. Las debilidades identificadas en los análisis llevados a cabo son las mismas que en el estudio de 1987.

Además, los datos no son comparables año contra año al añadirse más compañías.

También se da el caso de que, en el estudio de 1987, se trabaja con datos a precios constantes de 1986, mientras que en la actualización de 1988, se trabaja con precios de 1987.

Finalmente, no se tiene toda la información de todas las compañías, especialmente para los años posteriores a la salida a bolsa. El propio estudio menciona que la validez estadística de los resultados, en algunos casos, se ve seriamente reducida por este motivo. A pesar de ello, se sigue utilizando la media como medida de tendencia central, lo que, al no disponer del mismo número de datos para cada año, implica unas variaciones importantes. En el caso de los gastos de I+D, por ejemplo, se presenta un año con datos para una sola compañía (hay tres años sin datos) y otro con trece, pasando

por diferentes números cada año. Lo peor de todo son los gráficos que se elaboran a partir de estos resultados, que tienen, por tanto, escasa validez.

Por último, no ofrecen información con respecto al total de operaciones de capital riesgo llevadas a cabo en 1987, por lo que no se puede calcular qué porcentaje de la población representa la muestra de 143 compañías.

El principal inconveniente de los estudios realizados para la BVCA sobre el Reino Unido es que se apoyaban únicamente en los resultados de las empresas en bolsa. Este fue también el problema inicial con que toparon los estudios estadounidenses, que se resolvió con la ayuda de la encuesta por correo, procedimiento que permitía obtener información financiera de una muestra más representativa de la población. Esta fue, finalmente, la solución adoptada por la BVCA.

El último estudio de la BVCA, elaborado por Bannock Consulting (2002), y cuarto en la serie de impacto, se realizó mediante un cuestionario postal a 1.168 compañías, elegidas aleatoriamente, que recibieron fondos de capital riesgo. El cuestionario se divide en dos partes. En la primera se pregunta sobre los resultados financieros de la empresa desde que obtuvo la financiación de capital riesgo y en la segunda se incluyen preguntas cualitativas sobre la relación con los inversores, su importancia para la empresa y el valor añadido por estos. Se obtuvieron 176 respuestas, que son la base del estudio.

El principal inconveniente es el que se ha puesto de manifiesto en todos los estudios anteriores: la muestra no es representativa de la población ya que tiene un fuerte sesgo positivo, pues solo acostumbran a contestar aquellas compañías que han obtenido mejores resultados. En este estudio el índice de respuesta es relativamente bajo (15%), probablemente, como consecuencia de la crisis que estaba sufriendo el sector debido a la burbuja de internet y a la mala situación económica general de los mercados. En cualquier caso, no se menciona cuántas compañías recibieron fondos de capital riesgo, por lo que se desconoce qué porcentaje de la población total representa la muestra. Según el informe de la EVCA (2002) en el año 2000 unas 1.254 compañías recibieron capital riesgo en Reino Unido y en 2001 fueron 1.178. Además, parece que el peso de las operaciones de buy-out es muy elevado, con un 80% de las ventas agregadas y un 77% del empleo. Para el conjunto de la población, en el año 2001, un 55,8% del total de las inversiones del Reino Unido se dedicó a buy-outs, lo que representa un 17,8% de las empresas financiadas.

La mejora más importante respecto a los estudios llevados a cabo con anterioridad es que analiza las cuentas de las empresas desde el momento en que entra el inversor de capital riesgo. Es decir, tiene en cuenta el evento clave.

Otro punto positivo del estudio es que incluye varios benchmarks, como la media nacional para el sector privado y los índices FTSE-100 y FTSE-250. Los resultados son, como en estudios anteriores, muy positivos y muestran las grandes diferencias existentes, en relación con el crecimiento de las ventas, el empleo, las exportaciones y la inversión en I+D entre las empresas financiadas por capital riesgo y el resto. Además del estudio general de impacto, la BVCA realizó un segundo análisis durante 2002 sobre el impacto de las inversiones de los venture capital trusts (VCT) en el Reino Unido. Los VCTs son unos vehículos de inversión, con ciertas ventajas fiscales, que cotizan en bolsa y solo invierten en empresas privadas en fase de arranque o en empresas que cotizan en el mercado alternativo (Alternative Investment Market, AIM). Gracias a los VCT se permite el acceso de los inversores menos adinerados a este tipo de fondos. La metodología seguida y los resultados obtenidos son similares.

Francia

En Francia también se ha querido profundizar en el impacto de las inversiones de capital riesgo en la economía. El estudio fue encargado por la asociación francesa, Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), a Coopers & Lybrand. El primero (Coopers & Lybrand y AFIC, 1993) se realizó desde finales de 1992 hasta mediados de 1993. Su principal objetivo era analizar la contribución de las empresas que habían recibido financiación de capital riesgo en términos de crecimiento del empleo, de las ventas y de las inversiones en activo fijo.

La metodología empleada fue el envío de 765 cuestionarios postales a empresas objetivo, aunque en el informe no se aclara si esta es la población o si es una muestra de las que recibieron fondos en un determinado periodo. El cuestionario se divide en tres partes: una descriptiva, otra cuantitativa (cuentas anuales históricas para el periodo 1987-1991) y, finalmente, una relativa a la percepción del papel jugado por los inversores en su relación con la empresa. A pesar de que se recibieron 227 respuestas (alrededor de un 30% de los cuestionarios enviados), solo 77 empresas aportaron los datos financieros necesarios. Esto puede indicar cierto sesgo positivo de la muestra, como el observado en los informes ya citados.

Una de las principales mejoras introducidas en este análisis respecto a estudios anteriores es la existencia de un grupo de control. En este sentido, se obtuvieron datos financieros de 628 empresas del mismo tamaño de ventas, provenientes de la Centrale des Bilans du Crédit National. Sin embargo, hubiese sido importante tener en cuenta otros factores, como el sector industrial de la empresa y su edad.

Otra mejora con respecto a los estudios anteriormente comentados de la British Venture Capital Association (BVCA) es que la muestra representa bastante bien el porcentaje de inversiones realizadas por sector en 1991 y un 75% de las empresas eran pymes. En el caso del estudio de la BVCA estaban muy sesgados hacia sectores tradicionales y empresas grandes (operaciones de buy-outs).

Otro de los inconvenientes encontrado en el análisis, que se daba también en estudios de otros países, es que no consideran la fecha del evento clave, es decir, la entrada de los fondos de capital riesgo en el accionariado de la empresa. En el caso del estudio francés solo se contempla la mejora en el periodo de cinco años y se compara con el grupo de control. Los resultados muestran que las empresas que recibieron capital riesgo, en promedio, crecieron más en ventas, exportaciones, inversiones en activo y contratación de empleados. Sí, en relación con la creación de empleo las empresas de la muestra crecieron un 34%, cuando en el grupo de control el empleo se destruyó en un 7%. En última instancia, el análisis ofrece una buena aproximación al estudio del impacto del capital riesgo en Francia, aunque presenta bastantes deficiencias desde el punto de vista estadístico.

Diferencias y similitudes entre EEUU y Europa

1) Europa experimentó una menor sensibilidad a la burbuja tecnológica

A finales del siglo XX y principios del XXI, la industria del capital riesgo en EEUU llegó a su cenit. Apoyado por un gran crecimiento bursátil y la bonanza económica, se dieron todas las condiciones para un crecimiento óptimo de los fondos de venture capital / private equity.

El comienzo del crecimiento podríamos focalizarlos en el periodo 1995 – 2001, con el auge de la tecnología de Internet y otras empresas tecnológicas, que hicieron crecer espectacularmente el índice Nasdaq.

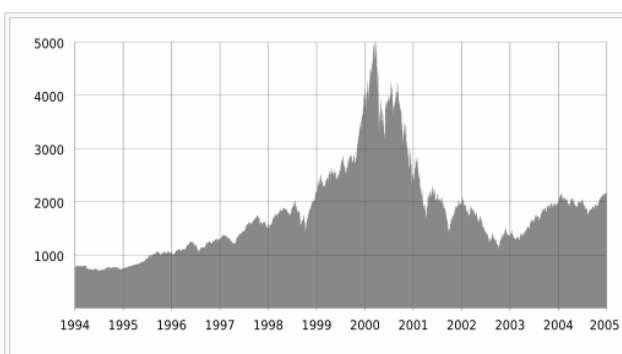


Gráfico extraído de la Web www.Nasdaq.com

En lo que concierne al VC, esa fue una estupenda noticia. Ya no sólo por la bonanza del sector tecnológico en sí (inversión, creación de nuevas compañías, I+D,...) sino porque propiciaba las salidas de los fondos, gracias a la gran liquidez del mercado.

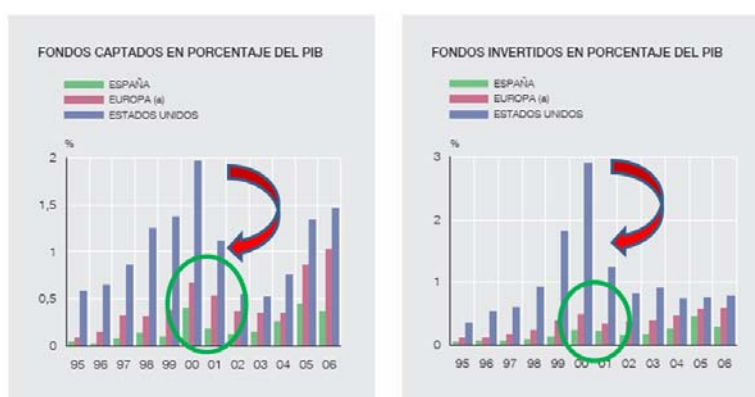
Es cierto pues, que, en comparativa con Europa, los fondos americanos se beneficiaron mucho más de los altos precios que se pagaron por sus acciones de salida. Pero ser el epicentro de la burbuja también tenía sus riesgos.

A finales del 2000, ya era patente que la burbuja creada no tenía una sustentación real en el valor de las compañías. Muchas pequeñas empresas fueron compradas o

liquidadas, las pérdidas de innumerables accionistas fueron notables, y el comienzo de la recesión económica no hizo sino agravar la situación.

Con todos estos agentes actuando en contra, el Capital Riesgo se resintió de tal modo que retrocedió a niveles de inversión anteriores a 1998.

Es por eso que creemos que Europa disfruta hoy de una distancia más estrecha respecto a Estados Unidos, y que podría ser mayor si realmente aquel boom tecnológico se hubiese producido porque realmente la compra de acciones respondía a una infravaloración de las compañías.



FUENTES: ASCRI, EVCA, Thomson Financial y DataStream.

a. Se utiliza el PIB agregado de Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia, que representaban el 93% de fondos captados en Europa en 2005.

2) EEUU disfruta de una mayor facilidad en la creación de empresas

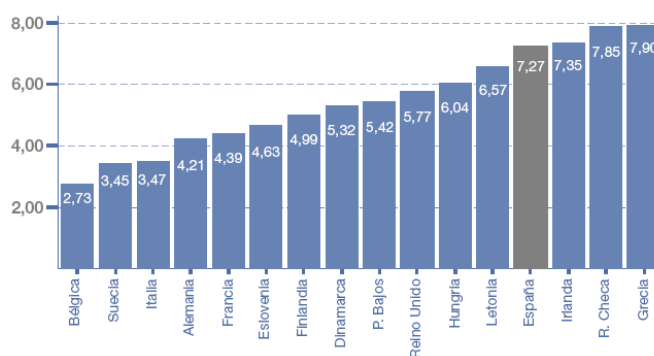
La dificultad en países como España a la hora de crear empresas dificulta en gran medida a la inversión nacional en Capital Riesgo de fases iniciales (seed, star-up).

Con esto, si un fondo decide invertir en este tipo de VC, generalmente se verá obligado a buscar fuera de sus fronteras.

Al mismo tiempo, si no se crean nuevas empresas, tampoco se requerirá la financiación necesaria para iniciarlas. Ya sea con financiación tradicional, o por intervención de las sociedades o fondos de Capital Riesgo.

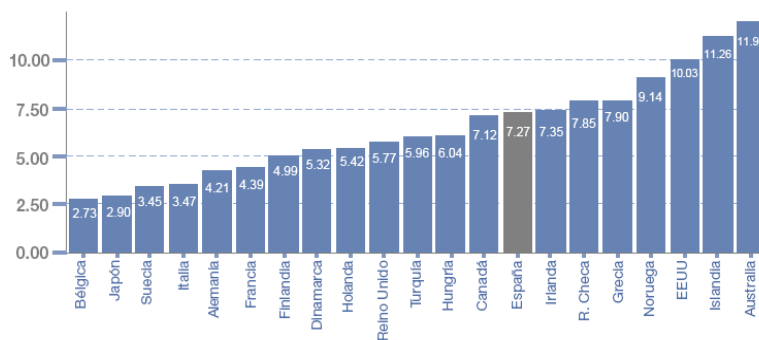
Para hacernos una idea de nuestra posición relativa en el mundo, recurrimos al GEM (Global Entrepreneurship Monitoring).

En su informe 2006, concluye que España crece un 7% en actividad emprendedora respecto al año anterior, siendo así el cuarto país Europeo que más ha crecido.



Si nos fijamos en los países que más crecen, veremos que muchos de ellos son países del este de Europa. La sensación que tenemos, viendo que algunos de los que menos crecen son las grandes potencias europeas, es que España ha sido hasta ahora un país de los llamados runners-up o de 2º fila, y que ahora empieza a situarse a un nivel más acorde respecto a países como Francia o Europa.

Si lo ponemos en perspectiva vemos que, en comparativa con EEUU, seguimos estando por detrás, y además crecemos menos.



Es sorprendente ver como ningún país de la Unión Europea por sí solo consigue superar a EEUU, pese a que globalmente si lo consigian.

En muchos casos, se pueda explicar individualmente debido a las trabas administrativas que supone la creación de una empresa, permisos, licencias, etc.

Todo ello acaba repercutiendo a los fondos de Capital Riesgo, que se ven privados de una mayor amplitud de mercado.

3) EEUU disfruta de una mayor experiencia y profesionales mejor formados

Con una mayor experiencia, los gestores americanos han pasado por diversas fases en el sector del capital riesgo.

Todo ello, ya sea en ésta o cualquier otra industria, lleva a que los buenos y malos gestores, a través de sus fondos, sean premiados o defenestrados y enviados al olvido.

La formación de los gestores y el espíritu emprendedor son conceptos que también afectan a un sector, es por ello que los tratamos con más profundidad posteriormente.

En este apartado queríamos centrarnos en el hecho de que el Capital Riesgo es mucho más maduro en EEUU, y lo es porque a lo largo de la segunda mitad del siglo XX y principios del XXI, ha sufrido algo parecido a una selección natural.

Con esto queremos decir que, sobretodo tras la burbuja del 2000, muchos gestores con un mal criterio comprobaron que el crecimiento no es constante en el tiempo, y que la inversión especulativa sin sustentación en un mercado a largo plazo, como es el del capital riesgo, acaba pasando factura.

Los que aprendieron la lección, son ahora gestores mucho más perspicaces, más atentos al estudio de la compañía participada, mucho más preocupados por aportar valor añadido a la empresa, y por supuesto, con un buen plan estratégico de desinversión.

Y no sólo eso, los datos históricos han confirmado que los mejores fondos sacan mucho más rendimiento que aquellos situados en un nivel cerca de la media.

Aquí podemos ver un ejemplo.

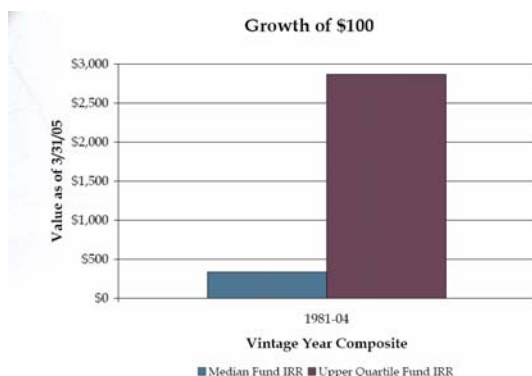


Gráfico extraído de la Web www.altassets.com

Investing with top tier managers produces a dramatic difference over the long term.

En cambio, según algunos estudios a

los que hemos tenido acceso (“An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States” University of Ámsterdam), los gestores europeos descuidan sus inversiones en la etapa de aportar valor añadido, y se limitan a participar, sin intervenir realmente en las decisiones de la empresa.

Por lo tanto, deducimos que la experiencia de los gestores y las firmas de capital riesgo americanas ha creado una forma de trabajar o know-how que realmente aporta un valor añadido.

La cuestión es si ahora ese know-how se puede exportar a otros países como España, o a las potencias Europeas; o si en cambio, deberán estas desarrollar uno propio que les otorgue cierta ventaja para seguir compitiendo en un mercado cada vez más globalizado.

4) Europa disfruta de una mayor posibilidad de diversificación por proximidad

El hecho de formar parte de la Unión Europea aporta una facilidad para establecer negociaciones con empresas, pese a encontrarse en un país extranjero.

Para el gestor americano, es mucho más difícil encontrar un país cercano con un mercado del capital riesgo medianamente maduro.

Esa es la razón por la que se ve forzado a moverse a grandes distancias, ya sea cruzando el Atlántico para venir a Europa, o bien cruzar el Pacífico e invertir en Asia.

En este aspecto, un fondo de Capital Riesgo inglés, francés o español tiene muchas más facilidades para acceder a otro mercado maduro.

Todo ello comporta un mayor control de costes, de distinta naturaleza, como por ejemplo la no necesidad de cobertura de divisa, excepto en algunos países no integrantes de la UEM.

También podríamos añadir posibles barreras de entrada a la inversión, pero sólo se darán en una minoría de países europeos y su tendencia es a desaparecer.



5) Europa y EEUU siguen un proceso de retroalimentación

Es un hecho contrastado que la Economía americana, tarde o temprano, acaba afectando a Europa. Como gran potencial mundial, tiene esa capacidad de producir el efecto de ondas expansiva por el resto del mundo.

El Capital Riesgo no iba a ser una excepción, y mucho menos siendo el americano el mercado puntero. Los datos lo confirman.

En 1996, las inversiones norteamericanas en Europa alcanzaban sólo el 16,3% del total de transacciones. Casi diez años después, el Capital Riesgo yankee llegó al 38,1% de las operaciones realizadas. Queda en evidencia, pues, que en menos de 10 años ha doblado su presencia en Europa.

Este “movimiento migratorio” puede tener varias explicaciones. Una de ellas puede ser la necesidad de expansión del propio sector en EEUU. Ya se deba a la concentración masiva de fondos de Capital Riesgo, o a la imposibilidad de diversificar la cartera del fondo.

Sea como fuere, el mundo globalizado en el que vivimos nos obliga a buscar en cualquier parte una buena posibilidad de inversión, y Europa desde luego lo es.

La segunda explicación, y complementaria de la primera, es que realmente el sector europeo del Capital Riesgo ha alcanzado tal nivel de madurez que lo hace realmente atractivo al gestor, dando muchas posibilidades de inversión.

Es quizá ésta la ventaja respecto a EEUU. El CR europeo no ha explotado aún todo su potencial, y cuando lo haga, los fondos americanos quieren estar en primera fila.

En el paper “Rival or Partners? Evidence from Europe’s International Private Equity Deals” por T. Tykvová y A. Schertler, encontramos una teoría que creemos realmente acertada.

En ella se postula que cualquier fondo inversor extranjero que considere a otro fondo autóctono como rival, preferirá un sector de Capital Riesgo menos desarrollado o maduro. Pero si este gestor de fondos invertidos en el extranjero, considera a cualquier otro fondo como un aliado en el sector, entonces preferirá una industria madura de Capital Riesgo.

Esta teoría, que no desarrollaremos aquí, nos hace pensar pues que los fondos norteamericanos no tienen una visión hostil del sector en Europa, más bien lo contrario, en la gran mayoría de países europeos.

No obstante, Europa presenta una amalgama de particularidades bien marcadas, sobretodo teniendo en cuenta que cada país es una individualidad en sí misma, y por lo tanto, supondrá riesgos y oportunidades distintos.

En el caso de España, parece ser un plato que poco a poco va despertando el apetito norteamericano. Al son de movimientos corporativos, el interés de sociedades americanas como Blackstone por España se suma al de sus grandes rivales en Estados Unidos, Carlyle y KKR. La primera de ellas compró el año pasado Vista Capital, rebautizada como Orizonia, mientras que KKR se interesó por la venta de Amena (ahora Orange) a France Telecom.

La pregunta que nos formulamos es, ¿cuándo empezarán los fondos europeos a jugar en terreno estadounidense?

6- EEUU tiene más posibilidades de desinversión (mercado más líquido)

Las bolsas americanas, al estar más desarrolladas, y tener un volumen más elevado, permiten salir de una inversión con más facilidad. Los inversores estadounidenses tienen mayores posibilidades de transformar sus inversiones en dinero liquidado, es decir las perspectivas de no quedarte sin posibilidades de desinversión son menores, como consecuencia el mercado es más maduro, y los números de operaciones tanto de inversión como de desinversión son mayores.

Pero este hecho puede pronto dejar de ser determinante, dado que las bolsas europeas están mejorando notablemente su liquidez y volumen, e incluso se ha creado un índice por parte de Société Generale, que se llama Privex, y que engloba las mejores firmas de Capital Riesgo, esto es un síntoma que cada día nos vamos igualando al mercado anglosajón.

A la larga también se espera una fusión entre algunas bolsas europeas, que reporte un mayor potencial al mercado.

Por otro lado en fases iniciales tanto Semilla, como empresas en etapas embrionarias, si cuando llega la desinversión el mercado no está lo suficientemente maduro para poder hacer una buy-out, el fondo o sociedad de Capital Riesgo se va a encontrar sin poder desinvertir, y como consecuencia los problemas que se pueden derivar.

7- EEUU posee mayor cultura financiera y emprendedora

Se debe a la tradición en innovación financiera, sustentada por sus escuelas de negocios y Universidades de renombre.

En EE.UU dentro de las grandes Corporaciones de carácter financiero, que a través de sus bancos fueron pioneras en el área se destacan Citibank y Bank American, los que crearon primeramente departamentos encargados de estudiar, financiar y monitorear proyectos que por no tener el respaldo correspondiente representaban un mayor riesgo para el banco. Una de las modalidades de operar de estos departamentos, fue el dar un porcentaje en la propiedad a los ejecutivos del banco responsables de los proyectos. Fue tal el éxito que obtuvieron los proyectos elegidos, que estos ejecutivos estaban ganando alrededor de cinco veces más que los gerentes de los cuales dependía el departamento. Es por eso que éste, tuvo que independizarse formando una filial aparte. De esta manera estaban tomando posición en el Capital de Riesgo, también empresas de gran calibre.

El área educacional jugó un papel significativo, con la creación de verdaderas Universidades, abarcando distintas disciplinas con sus respectivas áreas de extensión e investigación, dando acogida y formación a un gran número de personas, las que parte de ellas se quedarán en el área académica y la otra ingresará al mundo laboral. Con el tiempo estas se fueron consolidando, especializándose y destacando por diversas razones. Una de ellas fue la Universidad de Stanford, que se desarrolló fuertemente en el área de investigación, donde gran mérito tienen sus académicos, los que además de una entrega de conocimientos entregaron una gran convicción de las capacidades de cada uno. Otro hecho destacado es que personas vinculadas a este centro de estudios mantuvieron esos lazos, y no sólo en un plano afectivo, sino también en lo profesional. Muchos de ellos siendo ejecutivos de empresas que trabajaban en conjunto con la Universidad, encargándoles realización de asesorías, estudios o pruebas de nuevos productos. Otros quizás laboraban en forma independiente o part-time, lo que fue creando una particular, pero interesante forma de trabajo, la que se podía iniciar en la puerta de una sala de clases y terminar en la notaria firmando un suculento contrato, pero antes pasando por la cafetería, discutiendo en un parque, asistiendo formal al

trabajo o a alguna entrevista, etc. Esto afectó increíblemente el entorno que rodeaba a la Universidad, creando una manera distinta de trabajar y de hacer negocios, dando primera importancia a las personas y a las ideas, sin importar respaldos patrimoniales algunos a la hora de invertir , evaluando de otra manera los proyectos, destacándose la gran capacidad visionaria de las personas que los seleccionaban. Del lado de quien presentaba el proyecto no debía preocuparse mayormente en asignar tiempo y energía para cumplir formalidades exigidas por el medio, sino que abocarse por completo a los proyectos en sí, demostrando que no sólo se pueden hacer las cosas de otro modo, sino mucho mejor.

8- Cambios en el marco legal (EEUU – cambios / Europa – sistema no integrado)

Mientras en Europa se hacen reformas independientemente en cada país, sigue sin haber una legislación comunitaria vinculante. La Comisión Europea legisla muy poco, solamente pone algunas directrices como por ejemplo en el año 1998 con la declaración de Lisboa. Pero en general cada país legisla según sus prioridades o desarrollo de su mercado. En España la nueva ley de 2005, como se explica anteriormente mejora notablemente las condiciones para un futuro más prometedor para las inversiones en capital riesgo.

En EEUU está en marcha una propuesta de ley en el Senado la cual pretende subir de 15% al 35% la tributación, eso llevaría a una disminución del número de OPV en el sector, para frenar un poco el auge que ha habido los últimos años. Por otro lado la legislación americana está más unificada, y eso ayuda para simplificar los trámites y demás.

9- EEUU mayor inversión en I+D que en Europa (ejemplo: España) – fuga de talentos

Que el CR estimula la innovación, es un hecho contrastado, pero si además representa una fuga de talentos, supone una gran pérdida de potencial.

Con el tiempo, puede representar una reducción de productividad y por tanto de competitividad.

Esta problemática afecta en especial a industrias como la de la salud, biotecnología, software....todas ellas objetivo de inversión del CR.

Uno de los mayores receptores de capital humano es EEUU. Por tanto, sale ganando por partida doble: recibe personal cualificado, que sustenta la creación de nuevas empresas con ideas innovadoras, y concentra la inversión en terreno nacional, e incluso obteniendo inversión extranjera.

10- EEUU – Europa: la necesidad de inversión internacional

La creación de empresas es un proceso extendido por todo el mundo. Por tanto, la necesidad de financiación también es global, ya sea para seed, expansión o inversiones más propias del private equity.

Las grandes sociedades de capital riesgo han adaptado sus estrategias a la expansión global.

Un factor clave que nos puede revelar esa expansión es la apertura de oficinas en distintas partes del globo. Con ello, tendremos una idea del area de actuación de cada Sociedad.

En el caso de las americanas, Blackstone tiene una política de actuación en Europa con base en Londres. Para llegar a los mercados asiáticos, se ha instalado recientemente una base en Hong Kong, con actuación directa en la China, y la oficina de Bombai, con influencia en la India.

KKR empezó su actividad fuera de los Estados Unidos en Canadá en el 1995. Tres años más tardes se estableció en Londres, con el objetivo de tener maniobra en el creciente mercado europeo, en el que empezó con un fondo de 3,1 billones de dólares.

Posteriormente, abrió también una oficina en París. Actualmente el enfoque se ha dirigido más hacia oriente, con las recientes aperturas en Hong Kong y Tokio. De este modo se espera dar servicio tanto a Asia como a la región del Pacífico.

Las sociedades europeas están experimentando un proceso muy similar. En el caso de 3i se le conocen operaciones en Europa por descontado (Reino Unido, Francia, Alemania, España, Italia, Suiza, etc.), así como EEUU, China, Singapur y la India.

También se está iniciando en mercados como el Rusio, países del medio oriente, así como en Corea y Japón.

En el caso de otras europeas, como Apax o Permira, el criterio de apertura de oficinas es paralelo, y responde al mismo objetivo de expansión internacional.

Rasgos básicos del mercado

La mayoría de estudios concluyen con que este mercado tiene más riesgo y mayor rentabilidad que mercados de renta variable. La correlación del comportamiento del capital riesgo con los mercados públicos no es clara. No depende tanto de la marcha de la economía.

La distribución de las inversiones de un fondo de capital riesgo están muy sesgadas por un gran número de pequeñas pérdidas y un reducido número de beneficios extremos. El sesgo se reduce cuando hablamos de las rentabilidades de un portafolio en su conjunto.

Por lo tanto, la correlación y el riesgo dependerán si hablamos de inversiones en individuales o de la cartera de un fondo.

Los fondos de capital riesgo siguen un ciclo de vida específico, con claras etapas de inversión y desinversión.

Las inversiones realizadas en un fondo de capital riesgo se pueden denominar como de comprar y mantener.

Planificar la liquidez del fondo es importante. Un fondo de fondos intentará que las distribuciones de sus fondos más antiguos puedan financiar las pérdidas de los más nuevos. Este hecho también se intentará trasladar a un fondo de capital riesgo puro.

La valoración de los fondos es un asunto muy controvertido. El método más utilizado es el del Valor Actual Neto, que no tiene en cuenta las peculiaridades del capital riesgo.

Los modelos de riesgo en este campo han de trabajar con un número limitado de datos, en su mayoría insuficientes, lo que hace que los resultados puedan parecer poco fiables.

Desde el punto de vista del inversor final, la principal característica de una inversión en capital riesgo es la falta o la alta imperfección de mercado secundario. Lo que, unido a la falta de liquidez, otorgan a este tipo de inversiones un elevado riesgo de contrapartida.

Rasgos de un fondo de capital riesgo

La vida media de un fondo de capital riesgo es de diez años, pudiéndose alargar uno o dos años por encima. Pero las salidas se producen antes en condiciones favorables del mercado.

Existen diferentes tipologías y tamaños de fondos. El tamaño de los mismos depende de la etapa de las empresas en las que invierten y de la política de inversiones que tienen.

Teniendo en cuenta la política de inversiones, los fondos que invierten en capital semilla, o en empresas que se encuentran en su primera etapa, tienen un tamaño mucho menor que los fondos “Late Stage”, que invierten en empresas consolidadas.

Así mismo, los fondos Venture Capital tienen un tamaño 3,7 veces menos que los fondos Buy Out. Los fondos Venture Capital toman posiciones minoritarias en empresas, que normalmente se encuentran en su primera etapa. Mientras que los fondos Buy Out toman posiciones mayoritarias, para poder hacerse con el control de las compañías compradas.

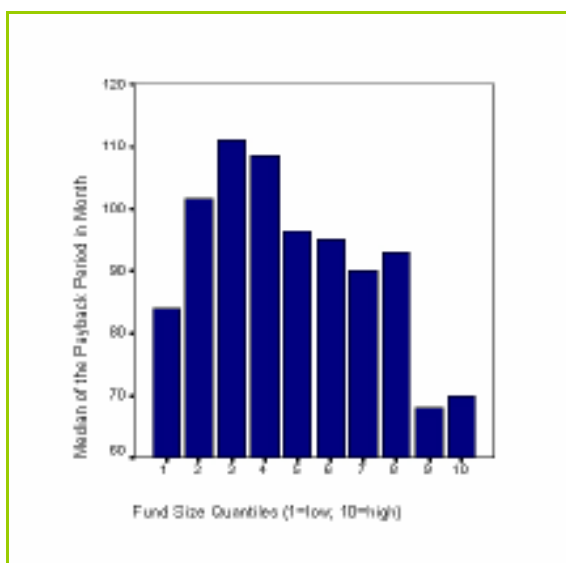


Gráfico 1. Comportamiento de los fondos según su tamaño.

Podemos observar como el tamaño de los fondos tiene una correlación positiva con la rentabilidad obtenida. Aunque los fondos que peor comportamiento tienen son los de tamaño medio.

Con datos obtenidos hasta el año 2005 observamos que los años en los que más fondos de capital riesgo se crearon fueron los años comprendidos entre 1997 y 2001. Esta etapa coincide con una etapa de crecimiento económico estable, a este crecimiento hay que unirle el gran auge de los mercados de renta variable. Crecimiento explicado en estos años por la expansión de las empresas tecnológicas y de las empresas “punto com”. Este

hecho, nos hace llegar a la conclusión de que el crecimiento de la industria del capital riesgo en los años 90's está fuertemente correlacionado con el comportamiento positivo de los mercados públicos de esas fechas. Tras la explosión de la "burbuja tecnológica" la creación de nuevos fondos de capital riesgo, así como el patrimonio captado por los ya existentes se redujo considerablemente.

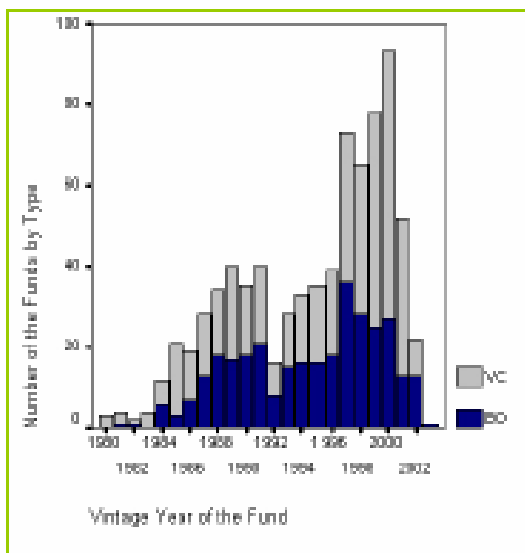


Gráfico 2. Número de fondos creados en función del año de creación.

Pero esto no nos ha de engañar, estudios corroboran que los fondos creados en momentos de expansión, tienen un peor comportamiento que los que se crean en momentos recesivos, Weidig/Mathonet (2004).

A la hora de hablar de rentabilidades, hemos encontrado resultados muy diferentes, aunque la mayoría de ellos otorga al capital riesgo una mayor rentabilidad y mayor riesgo a los fondos de capital riesgo que a los mercados de renta variable.

En uno de estos estudios, llevado a cabo por Chen, Baiert y Kaplan en 2002, se examinaron 148 fondos liquidados antes de 1999 y obtuvieron unas Tasas Internas de Rendimiento medias del 45% anual, con una desviación estándar del 115%.

Las rentabilidades obtenidas en el estudio de Chen, Baiert y Kaplan, están muy por encima de las que han hecho públicas otros trabajos. En la mayoría de papers analizados, las rentabilidades oscilan entre el 15% ó 20% anual.

¿Cómo invierten los fondos?

Los estudios realizados demuestran que un fondo tarda varios años en poder realizar inversiones por el total de su patrimonio y, en cambio, tardan menos de siete años en retornar la totalidad de la inversión inicial al inversor del fondo.

El fondo medio, invierte un 23% de su inversión total en el momento de su creación. En los primeros tres años, esa inversión llega hasta el 60% del patrimonio total. En Estados Unidos los fondos llegan hasta el 57% de su inversión total en los tres primeros años de vida y la velocidad en la inversión es mayor para los fondos venture capital (68%) que para los fondos buy out (57%),Ljungqvist/Richardson (2002).

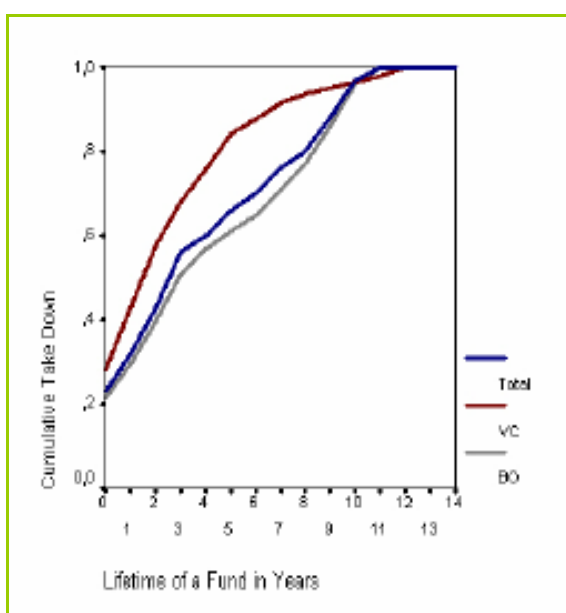


Gráfico 3. Patrimonio invertido acumulado en función de los años del fondo.

Los desembolsos son uniformes a lo largo de la vida del fondo, si no tenemos en cuenta las diminutas cifras del primer y las desembolsadas partir del doceavo año. Por el otro lado, un 80% de los retornos se efectúan en los primeros 6 años.

Teniendo en cuenta las inversiones realizadas por los fondos, se tarda una media de 7,5 años en recuperar el importe de una inversión particular realizada por un fondo de capital riesgo Ljungqvist/Richardson (2002). Y hay que mencionar que en un 30% de las ocasiones nunca se llega a recuperar la totalidad de la inversión realizada.

También hay que mencionar que los fondos Buy Out tienen un plazo de retorno inferior a los fondos Venture Capital. Mientras que la estructura de los cash flows obtenidos es independiente del tamaño del fondo analizado.

El plazo de retorno de los fondos ha ido disminuyendo conforme el fondo se ha creado en un año posterior. La correlación de estas dos variables es $-0,5$ y estadísticamente muy significativa.

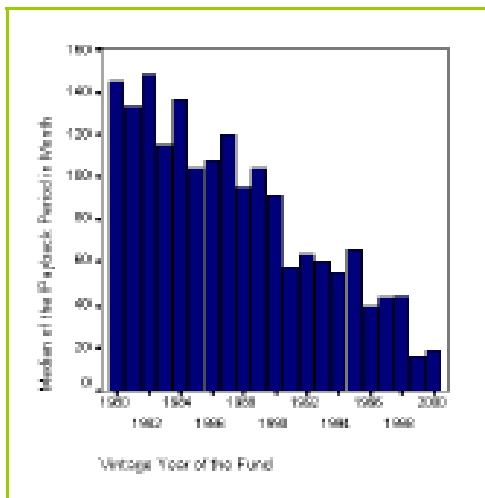


Gráfico 4. Plazo de retorno de la inversión en función del año de creación del fondo.

En cuanto al riesgo de inversión, existen dos tipologías de riesgo en una inversión en un fondo de CR:

- 1º. Riesgo de retorno de una inversión específica en una compañía, que es relevante para el General Partner o manager del fondo.
- 2º. Riesgo de retorno de la inversión en un fondo de inversión, que es relevante para el Limited Partner o inversor particular en el fondo.

Según Weidig/Mathonet (2004) existen claras ventajas en la inversión en fondos de fondos, ya que así se reduce el riesgo gracias a la diversificación y no se renuncia a la rentabilidad obtenida. En su estudio comprueban que el riesgo está casi simétricamente distribuido en las inversiones directas en empresas y existe una probabilidad del 30% de no recuperar el total de la inversión realizada.

Public Market Equivalent

Este método se desarrolló con el fin de poder comparar las inversiones realizadas en fondos de capital riesgo con respecto a las inversiones realizadas en un índice de un mercado público, Kaserer/Diller (2004).

La metodología es la siguiente, dado que el inversor invierte, en términos de valor absoluto, 1 € en un fondo de capital riesgo (en un momento 0), cuántos euros tendría que invertir en un índice de un mercado público, reinvertiendo todos los cash flows obtenidos, para acabar (en un momento 1) con la misma riqueza absoluta que la obtenida en el fondo de capital riesgo.

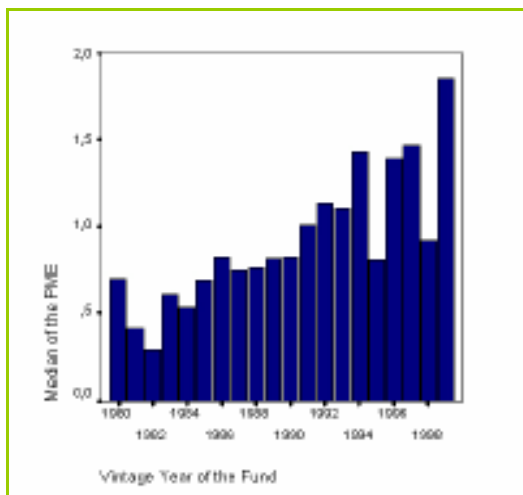


Gráfico 5. Equivalente del Mercado Público en relación al año de creación del fondo.

En la mayoría de los casos estudiados y teniendo en cuenta la hipótesis del Public market Equivalent, invertir directamente en un fondo de capital riesgo tiene un exceso de rentabilidad sobre el MSCI European Index y sobre J.P.M Government Bond Index.

Las rentabilidades netas medias del capital riesgo utilizadas en este análisis han sido:

USA: Los fondos Buy Out TIR media del 18% y fondos Venture Capital del 17%.

Europa: rentabilidades medias del 14%.

Añadiendo al PME costes para los mercados públicos, 50bp para acciones y 20bp para bonos, los resultados que se han obtenido han sido de un exceso de rentabilidad de los fondos de capital riesgo del 4,5% anual respecto del MSCI European Index y del 5,8% sobre J.P.M Government Bond Index.

El PME obtenido respecto al MSCI European Index, en el periodo 1989-2002, ha sido de 1,04 euros. También hay que mencionar que cuanto más tarde se ha creado el fondo, mayor es su PME. Y que no se observa relación entre el tamaño y el PME obtenido.

Una crítica a esta hipótesis es que no tenga en cuenta que la volatilidad de los mercados públicos sea menor que la volatilidad en la industria del capital riesgo. Y este es un dato importante a la hora de efectuar inversiones. Es por eso que hay trabajos que ven más beneficioso la inversión en fondos de fondos, para reducir el riesgo.

Modelizar fondos de capital riesgo:

Para hacer previsiones relativas al rendimiento de los fondos de capital riesgo, es necesario utilizar un método fiable.

A la hora de calcular los cash flows hay que tener en cuenta que existen dos tipos de cash flows, el que va de la empresa invertida al fondo y el que va del fondo al inversor final. El segundo de ellos tiene una menor volatilidad, debido a la mayor diversificación. En este trabajo, nos centraremos en los cash flows generados por el fondo.

La mayoría de papeles relacionados con la modelización de rentabilidades futuras de fondos de capital riesgo se basan en la predicción de cash flows futuros. La rentabilidad la expresan mediante la TIR. Para calcular la TIR los diversos trabajos sobre el tema, actualizan los cashflows futuros a su valor actual. Así mismo, el Valor Actual Neto se tendrá en cuenta como el último pago de cashflow del fondo.

Por lo tanto, una manera de calcular la TIR de fondos liquidados, utilizaría la siguiente ecuación:

$$\sum C_n / (1+IRR)^n = 0$$

En cambio, para fondos no liquidados, hemos de incluir el VAN como el último cashflow:

$$\sum C_n / (1+IRR)^n + NAV / (1+IRR)^{TM} = 0$$

Hay que tener en cuenta que para poder considerar el VAN como una distribución de cash flow, este tendría que estar en un valor no excesivamente elevado respecto a los demás flujos, con tal de no sesgar el resultado obtenido.

Según Chen, Baierl y Kaplan el VAN tendría que cumplir:

$$NAV_n / \sum CF_t \leq q ; q \approx 0,1 \text{ ó } 0,2$$

La TIR de lo fondos de capital riesgo sigue un comportamiento de J-curve. Ya que en los primeros años el fondo sólo realiza inversiones, y no es hasta el tercer año cuando comienza a recibir flujos positivos de las inversiones ya realizadas.

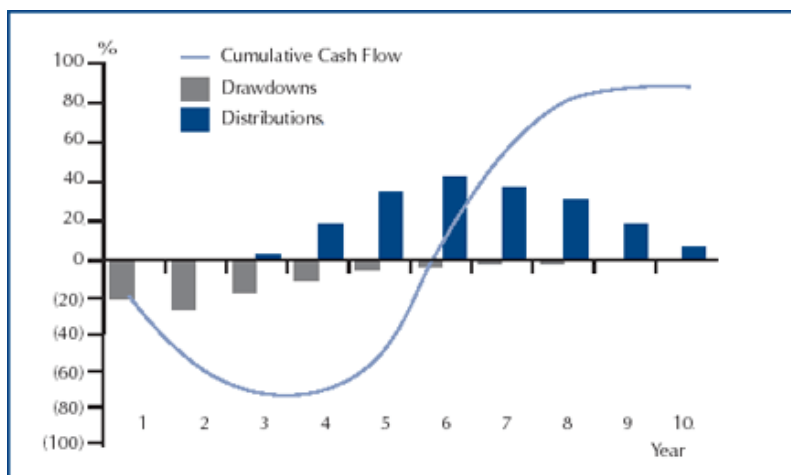


Gráfico 6. Comportamiento de curva-J de la TIR

Edad interna de los fondos

Creemos que para comparar comportamientos de fondos estos han de tener la misma edad interna. La edad interna del fondo tiene en cuenta cómo de avanzados están los cash flows, de las compañías invertidas y desinvertidas. Es decir, puede haber fondos creados con posterioridad a otros y tener una mayor vida interna, debido a que sus inversiones están más desarrolladas.

La edad interna va de 0 a 1, y se calcula teniendo en cuenta la mitad de la suma del ratio de inversiones y desinversiones.

El Papel de los General Managers

Otros métodos de predicción de rentabilidades otorgan una gran importancia al papel de los GM o expertos para calcular los rendimientos futuros del fondo. Ya que, según estos estudios los que mejor pueden predecir el comportamiento de un fondo son sus propios gestores del fondo u otros profesionales del sector.

Por lo que el modelo de predicción de la TIR presentado anteriormente podría quedar de la siguiente forma:

$$\sum C_n / (1+IRR)^n + \text{Opini3n del G.M.} = 0$$

En los primeros a1os del fondo, los cash flows futuros est1n dominados por la pol3tica de inversiones. Y no es hasta los 1ltimos a1os del fondo cuando el VAN y las opiniones de los expertos cobran importancia.

Las inversiones realizadas por los fondos de capital riesgo son a largo plazo y no son f1cilmente vendibles, por lo que es importante conocer las distribuciones de cash flow esperadas y las posibles salidas.

Un m3todo para poder comprobar si tu fondo ha obtenido una rentabilidad 3ptima es compararlo con fondos del sector. Para comparar fondos es necesario tener en cuenta que:

Los fondos comparables han de ser del mismo sector, regi3n, tener la misma "edad" y que su comportamiento pasado encaje con el de nuestro futuro.

Cada cash flow ha de ser escalado al tama1o del fondo.

Todos los cash flows han de compararse con los cash flows de los fondos de edad interna superior.

Poder estandarizar y comparar el comportamiento de mi fondo con el de otros fondos me ayuda a resolver una serie de preguntas:

C3mo lo est1n haciendo mis inversiones con respecto a los de otros fondos?

C1ales son mis cash flows futuros para poder planificar mi planning de liquidez?

Puedo mejorar mi diversificaci3n de portafolio?

C3mo han fluctuado mis previsiones?

Perspectivas del capital riesgo

Recientemente se han publicado datos donde se espera que los inversores institucionales aumenten su portafolio de inversiones de capital riesgo. Pero hasta el momento hay una serie de t3picos que afectan a este mercado:

1°. El hecho de que el capital riesgo favorezca el crecimiento econ3mico es una cuesti3n discutida

2°. Los ahorros fiscales derivados de la localizaci3n de inversiones en el sector no son tan importantes, comparados con otra tipolog3a de inversiones.

3°. En los últimos años las rentabilidades obtenidas por fondos, están en la media del resto de fondos.

Además, el hecho que las entidades financieras tengan que cumplir los criterios de Basilea II, hace pensar que restringirán sus inversiones en sectores tan opacos como el capital riesgo. Las inversiones de estas entidades suponen un 25% del total de las inversiones realizadas dentro de este sector, por lo que es un dato muy significativo.

Por lo tanto, estamos ante una situación de incertidumbre. Aunque la trayectoria del capital riesgo hace que sea un sector que ofrezca mayores rentabilidades que la RV. Esto unido a que la volatilidad de los mercados públicos ha aumentado, hacen al capital riesgo esté en condiciones de aumentar el pasivo captado.

Creación de un fondo de Capital Riesgo.

¿Por qué creamos el fondo?

Creemos que en el medio plazo es el mejor tipo de inversión.

Además España es un país idóneo para que el capital riesgo se extienda. El tejido empresarial, en el que predominan las medianas empresas, es un punto a favor. Este tipo de empresas necesitan financiación externa para poder desarrollarse y competir en un mundo globalizado.

Para aprovechar la coyuntura económica y el potencial de crecimiento del sector de capital riesgo, creamos directamente un fondo.

Pensamos que la mejor forma de rentabilizar el patrimonio del fondo es invertir en un sólo sector, aprovechando al máximo las posibilidades de expansión del mismo.

El fondo centrará sus inversiones en el sector de las energías renovables, sea cual sea la tipología de la inversión.

¿Por qué éste sector?

En un contexto como en el de los últimos años, la mayoría de los sectores crecía a buen ritmo. Sectores como las nuevas tecnologías, servicios médicos o el sector inmobiliario

eran los sectores que más inversiones recibían. Pero ahora hemos comprobado como hay sectores que están agotando su fase de vigoroso crecimiento y se acercan al recalentamiento.

Por lo que ante este análisis, tomamos posición en el sector que creemos que posee un mayor potencial de crecimiento en el corto y medio plazo.

El sector público está fomentando ahorros fiscales para las inversiones en energías renovables e industrias limpias. Existen también una serie de medidas internacionales que favorecen la expansión de todo tipo proyectos centrados en las energías limpias.

Patrimonio del fondo

El patrimonio del fondo será de un tamaño medio-grande, que podrá llegar a los 300 millones de euros. Lo que dentro del sector del capital riesgo español le daría un importante papel.

Este tamaño nos permitirá hacer inversiones con un gran peso específico y poder adquirir empresas consolidadas.

Política de inversión

El fondo espera centrarse en adquisiciones de empresas de mediana capitalización, de importes comprendidos entre 50 y 100 millones de euros, aunque no se descartan compras por mayor importe.

Se contempla la toma de posiciones mayoritarias o minoritarias dependiendo de las necesidades de cada inversión. Así mismo, se contempla la posibilidad de invertir de manera conjunta o asociada con otras entidades.

Para financiar las compras la política del fondo le permitirá endeudarse hasta un 66% del importe de cada inversión. Para financiar las compras el fondo podrá utilizar diferentes tipos de deuda, como la deuda mezanine, la bullet, subordinada o señor.

Mezanine:

En este tipo de deuda se pacta con la entidad financiera una opción de compra sobre la empresa adquirida. Así, la entidad concede el préstamo a un tipo inferior a cambio de

recibir una opción de compra sobre la empresa adquirida, que podrá ejercerla o no cuando la empresa ya halla sido adquirida por el fondo.

Bullet:

En este tipo de deuda se aplaza el pago del principal del préstamo al momento del último pago de intereses.

También se tiene en cuenta la super bullet, en la que se aplaza tanto el pago de intereses como el principal al momento final de la amortización del préstamo.

La gestora observa positivamente que los propios gestores participen con su patrimonio en las inversiones del fondo. Ya que es una manera de incentivar e implicar a los gestores en la empresa. Así mismo los propios gestores pueden convertirse en futuros compradores que ayuden en el momento de la salida de una inversión.

Posibles adquisiciones

En el fondo se observa como primera y principal adquisición un importante paquete accionarial de Fersa Energías Renovables.

El fondo promoverá y creará plantas de biodiésel y huertas solares.

Los costes de construcción de una planta de bioiésel con una producción aproximada de 80.000 toneladas anuales rondan los 40 millones de euros. Creemos que estas plantas pueden ser competitivas en el medio plazo, ya que como comparación el coste de una tonelada de biodiésel es de 90€ aproximadamente mientras que sólo los impuestos que gravan una tonelada de gasóleo son de 285 euros.

El fondo se plantea a medio plazo adquirir empresas instaladoras y promotoras de parques fotovoltaicos. Ya que los costes de construcción e instalación se están reduciendo debido a las economías de escala creadas por el aumento de volumen y a los constantes avances tecnológicos en el sector. Como posibles compras dentro del sector se observan: Grupo Zon Energy, Gestión Solar u OPDE

También creemos que es positivo participar en las OPVs de empresas del sector que van a ver la luz en breve. Son en su mayoría divisiones de empresas matriz que ya han consolidado su tamaño y negocio.

Las inversiones comentadas siguen tan sólo unas primeras directrices, ya que como se ha expuesto, se tardan varios años en poder estudiar las opciones de inversión y llevarlas a cabo.

Posibles resultados

Para intentar predecir los posibles resultados que pudiera obtener el fondo, hemos utilizado un benchmark para poder observar las rentabilidades obtenidas por los fondos que lo componen trasladarlas a nuestro fondo.

Escogimos como benchmark un número de fondos unisectoriales, de tamaño medio y que invierten en Europa.

La rentabilidad media del benchmark ha sido del 17% anual entre los años 1998 y 2005.

Dentro del benchmark se observan rentabilidades muy diferentes, debido a las diferentes edades internas de los fondos que lo componen.

Siguiendo estos datos, esperamos que nuestro fondo no obtenga rendimientos positivos hasta el tercer año. Para después llegar a ese 17% de rentabilidad anual.

Para poder dar credibilidad a los datos obtenidos, los compararemos con el PME.

Tendremos en cuenta que el fondo va a ser creado en un momento de posible recesión en Europa lo que nos podrá favorecer. Y ya hemos marcado los posibles desembolsos de inversiones.

Conclusión

Por lo tanto, observando las perspectivas del sector y comparándolas con el futuro del resto de mercados, creemos que el capital riesgo sector que tendrá un mejor comportamiento en el medio plazo es el del capital riesgo.

A modo de conclusión hemos decidido estudiar una de las posibles compras del fondo. En la adquisición estudiamos todas las características de una operación de capital riesgo.

CASO FERSA

Nombre e Historia

La empresa en la que queríamos invertir para nuestro Fondo de Capital Riesgo debía tener una serie de requisitos y no todas los cumplían. Después de analizar diversas empresas, en relación a unos parámetros establecidos previamente, decidimos que FERSA ENERGIAS RENOVABLES, en adelante FERSA, debía ser la empresa en la que invertir. Los requisitos comentados anteriormente son los siguientes:

Liquidez: Que fuese relativamente fácil desinvertir en la empresa.

Previsión Plusvalías: 35% - 40%.

Business Plan: Un plan de Negocio viable, cuantificable y creíble.

Equipo Directivo: Quienes son los que gestionan la empresa.

Tamaño y Participación: Capitalización no superior a 500 millones de euros para poder tener una participación significativa de nuestro Fondo de Capital Riesgo en el capital de la compañía.

Perspectivas: Sector con buenas perspectivas en el medio y largo plazo.

Accionariado: Facilidad a la hora de entrar en el capital (que no hubiese un núcleo duro con una participación importante en el capital que hiciera de barrera de entrada).

Información: Que haya suficiente sobre la empresa para poder realizar una “Due Diligence”.

Entendemos que el criterio de liquidez es fundamental en cualquier operación de Capital Riesgo. Es una de las problemáticas que tiene esta industria. Esperemos que con la aparición del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se incremente la liquidez. No sirve de nada entrar en una empresa, crear valor y que luego no se pueda materializar dicho valor en unas plusvalías. Las empresas en que invertiremos, deberán tener unas tasas de

retorno del orden del 35% - 40% que por otro lado, es la que se obtiene de media en el sector (para las inversiones con éxito).

Obviamente, la empresa necesita de un Business Plan viable, cuantificable y creíble para que nuestro fondo pueda invertir con participación importante en el capital de la misma.

Es importante conocer quienes son los gestores de la sociedad. Su trayectoria profesional, sus principales logros y virtudes.

La fecha en que se realiza el estudio es el 27 de febrero de de 2007. En esta fecha, el tamaño de FERSA ronda los 287 millones de euros (7,60€/acción), con lo cual cumple con el primer parámetro.

Como luego veremos en el análisis DAFO y en las noticias sobre el sector, las perspectivas sobre las energías renovables son muy buenas, aunque no evita tener sus amenazas.

El accionariado, por lo que observamos, podemos decir que está suficientemente diversificado y existe suficiente “free-float” en el mercado como para tomar, en el caso que no creamos oportuno, una participación significativa en el capital de la empresa.

Por último, encontrar información suficiente para poder elaborar esta “Due Diligence” será principalmente a través de la Web de la compañía, CNMV, artículos de periódicos especializados, en internet y otros. La “Due Diligence” es uno de los apartados más importantes dentro del proceso de inversión en la industria del capital riesgo.

Por todo ello, hemos considerado que FERSA puede ser una empresa muy interesante a la hora de invertir en nuestro Fondo de Capital Riesgo.

La forma en la que entraremos en el capital de la compañía será la siguiente:

Nuestro fondo de capital riesgo mantendrá conversaciones con el Consejo de Administración de la compañía para conocer su opinión sobre la entrada de nuestro fondo de capital riesgo en el capital de la empresa. En el caso de obtener el sí, iríamos a mercado para comprar las acciones correspondientes al 25% del capital. El precio medio de compra ha sido un 10% superior al cierre de mercado del día anterior (7,60€). Esto es a 8,36€ por acción. El montante total de la operación ascendería a 9.438.994 acciones a 8,36 euros = 78.909.989,84 euros sin incluir los gastos de la operación. Supeditamos la

operación a que podamos incluir dos vocales en el consejo de administración para ser un total de 13.

La idea es que con la suma de participaciones de los tres principales accionistas se tenga el poder sobre la sociedad, ya que se llegaría al 51% del capital social.

Adentrándonos ya, en la propia empresa diremos que su historia empieza en el año 2000, concretamente el 10 de julio, cuando su actual Presidente José María Roger Ezpeleta se lanza al desarrollo de FERSA tras deshacer la alianza que mantenía con Neg Micon, el fabricante de turbinas eólicas que ahora ha sido absorbido por su rival Vestas. Desde la creación de la sociedad, el actual Presidente contó con el apoyo de Fibanc (que colocó acciones de la empresa entre sus clientes), Seguros Catalana Occidente y la Caja Mallorquina Sa Nostra. Se trata, por tanto, de una empresa con un capital, principalmente catalán.

En 2003, la empresa empieza a realizar sus primeros pasitos en bolsa, ya que fue en este año donde debutó en los corros de la bolsa. La idea era facilitar el intercambio de las acciones entre los inversores de la sociedad. Entonces, y tras diversas ampliaciones de capital, la empresa empezó a detectar cierto interés por parte del mercado en sus títulos y fue en este momento que decidió dar el salto al mercado continuo. Este hecho y la próxima ampliación de capital que prepara sus gestores harán que la empresa multiplique su número de accionistas y dote de mayor liquidez al valor.

Es por tanto, una historia de prácticamente siete años que esperemos dure muchos más porque creemos en la empresa, en lo que sus gestores desempeñan, en las extraordinarias posibilidades que tiene el sector en el que opera, y la falta de competencia en el mismo.

Actualmente, FERSA está ubicada en Travessera de Gràcia, 30 5ª Planta – Barcelona.

Actividad y Estructura del Grupo

Tal y como comenta en una entrevista al diario Expansión José María Roger Ezpeleta su Presidente, la actividad de FERSA es única en España ya que no hay otra empresa en el mercado que tenga el 100% de sus activos en el sector de las energías renovables.

Su objeto social es la promoción en todo tipo de actividades relacionadas con la producción de energía eléctrica en régimen especial a cuyo efecto podrá constituir, adquirir y detentar acciones, obligaciones, participaciones y derechos en Sociedades Mercantiles cuyo objeto social lo constituya la promoción, construcción y explotación de instalaciones de producción de energía eléctrica en régimen especial, de conformidad con lo previsto en la ley 54/1997 de 27 de noviembre de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional.

Adicionalmente, podrá adquirir, tener, administrar y enajenar toda clase de títulos, valores, activos financieros, derechos, cuotas o participaciones en empresas individuales o sociales, todo ello por cuenta propia, excluyendo la intermediación y dejando a salvo la legislación propia del Mercado de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva.

A modo informativo, comentar que la energía eólica es aquella que se obtiene por medio del viento, es decir mediante la utilización de la energía cinética generada por efecto de las corrientes de aire.

Por lo que respecta a la energía solar, esta es la energía que se obtiene directamente del sol.

Por último, la biomasa o masa biológica se ve representada por la madera, plantas de crecimiento rápido, algas cultivadas, restos de animales, etc...

FERSA es una sociedad Holding que es cabecera de un grupo de entidades dependientes, negocios conjuntos y empresas asociadas que se dedican a la producción de energía eléctrica en régimen especial (eólica, solar y biomasa) y que constituyen el grupo FERSA ENERGIAS RENOVABLES. En consecuencia, la sociedad está obligada a elaborar, además de sus cuentas anuales, las cuentas anuales consolidadas del Grupo del que es cabecera.

El perímetro de consolidación, diferenciando empresas dependientes de las multigrupo o asociadas, a fecha 31/12/2006 es el siguiente:

En el caso de las sociedades multigrupo y asociadas:

	Porcentajes de participación	
	Directa	Indirecta
Parque Eólico Hinojal , S.L	45%	-
Parque Eólico Altos del Voltoya, S.A.	30%	-
Energía Renovable Mestral, S.L.	50%	-
Catalana d'Energies Renovables, S.L. (1)	15,65%	16,67%
Energía Renovable Mestral Eólica, S.L.	50%	-
Berta Energies Renovables, S.L. (2)	-	23,33%

(1) Participación indirecta a través de Energía Renovable Mestral, S.L.
 (2) Participación indirecta a través de Fercom Eólica, S.L.

Fuente: Fersa Energías Renovables

En el caso de las sociedades dependientes:

<u>Sociedades participadas</u>	Porcentajes de participación	
	Directa	Indirecta
Eólica el Pedregoso, S.L.	80%	-
Invetem Mediterránea, S.L.	70,83%	-
Empordavent, S.L. (1)	60%	10%
Eólica del Pino, S.L.	40%	-
Fercom Eólica, S.L. (Posee el 100% de sus participadas)	70%	-
La Tossa del Vent, S.L. (2)	-	70%
Texte, S.L. (2)	-	70%
Eolener, S.L. (2)	-	70%
Orta Eólica, S.L. (2)	-	70%
Electravent, S.L. (2)	-	70%
Gestora Fotovoltaica de Castellón, S.L. (Posee el 100% de sus participadas)	76%	-
Fotovoltaica Fer, S.L. (3)	-	76%
Weinsberg Ecotec, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica Ecotec, S.L. (3)	-	76%
Joso Fotovoltaica, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica Padua, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica Vergos, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica La Mola, S.L. (3)	-	76%
Inversions Trautt, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica de Castelló, S.L. (3)	-	76%
Fotovoltaica de les Coves, S.L. (3)	-	76%
Inversions Vinroma, S.L. (3)	-	76%

(1) Participación indirecta a través de Energía Renovable Mestral, S.L.
 (2) Participación indirecta a través de Fercom Eólica, S.L.
 (3) Participación indirecta a través de Gestora Fotovoltaica de Castellón, S.L.

Fuente: Fersa Energías Renovables

La entidad tiene una estructura de grupo muy clara. Se dedica, básicamente, a los parques eólicos, ya sea en régimen de promoción, construcción o explotación y en menor medida, a la explotación de las instalaciones de biomasa. En el medio plazo se prevé entrar en el sector de la energía solar.

Accionariado

Conocer quien hay detrás de cada empresa (aportando el capital) es muy importante y en nuestro caso, vemos como hay accionistas que no tienen nada que ver con el negocio de la energía renovable y que seguramente desean diversificar sus inversiones. Este es el caso de empresas como:

- Seguros Catalana Occidente, S.A. de Seguros y Reaseguros con un 14,96%.
- Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares con un 11,00%.
- Dehesa Pononori, S.L. con un 7,574%.
- Mytaros, B.V. con un 7,50%.

Estos son los principales accionistas de la entidad, según fuentes de la agencia de información Europapress. Los datos no los hemos extraído de la propia web de la compañía porque éstos figuran a fecha junio de 2005 y entendemos que no son lo suficientemente actualizados como para darnos una idea de la realidad.

Modelo de Gestión

Actualmente, el modelo de la compañía en cuanto a la gestión se refiere, se nutre básicamente de crecimiento vía ampliación de capital que se realiza en el momento que se encuentra un activo interesante en el que invertir. De este modo, la firma no tiene capital ocioso en ningún momento.

En cuanto a la focalización de las zonas geográficas, la compañía está analizando el área de Latinoamérica y Europa del Este. Concretamente, el 9 de mayo la compañía informaba al mercado que había adquirido un parque de viento de viento.

Por otro lado, en materia de “Pay – Out”, su Presidente quiere que el régimen actual se incremente hasta el 100%. Con ello, se pretende devolver al accionista el 100% de los beneficios que genera la empresa en cada ejercicio.

En nuestra opinión, esta no es una buena política para las empresas de crecimiento como FERSA, ya que entendemos que se está descapitalizando a la compañía y perjudicando su futuro. Esta política de retribución al accionista es más bien de empresas defensivas que no son “High Growth” como FERSA. Aunque también entendemos que si no hay activos en los que invertir, los gestores de la entidad decidan entregar el 100% del beneficio generado en el ejercicio pasado al accionista para que éste realice las inversiones que crea más oportunas.

Añadir también que según el Modelo de Higgins (1977) sobre el crecimiento futuro de una empresa, un “Pay – Out” elevado lo penaliza de forma importante. Por ello, estamos en desacuerdo con las declaraciones del Presidente de la compañía.

DAFO

Es una herramienta estratégica muy importante para analizar a las empresas y sirve para conocer en que punto se encuentra en un momento determinado.

El desarrollo de las siglas nos da el siguiente resultado aplicado ya a nuestro caso.

Debilidades: El tamaño de la empresa es pequeño (¿respuesta ante cambios de ciclo?).

Amenazas: Posibles cambios regulatorios (reducción/eliminación subvenciones y No compra de todo lo que se produce) en el sector de la energía renovable; Entrada de nuevos competidores; Cambios Políticos; Impacto todavía incipiente de este tipo de energías.

Fortalezas: Equipo Directivo (realiza buena gestión); Los socios principales se comprometen a no vender las acciones en el medio plazo; Agilidad de la empresa en la toma de decisiones; Sentimiento positivo sobre el sector (mayor facilidad a la hora de pedir capital); Crecimiento de dos dígitos.

Oportunidades: Buenas perspectivas del sector en el que opera; Falta de competencia (permite crecer rápidamente); Buena imagen del sector.

En resumen, diremos que FERSA, tras el análisis estratégico desarrollado por el método DAFO, muestra nuestro total interés en formar parte de su capital social.

Si en el análisis DAFO predominan las fortalezas, es nuestro caso, ello implica decir que se trata de una empresa con posición ofensiva y debe desarrollar una estrategia de crecimiento. Entendemos que esta tarea es la que está desarrollando los actuales gestores de la entidad.

Estados Financieros

En este apartado, y según los datos auditados en los últimos tres años (total años consolidados), analizaremos los estados financieros de la compañía. Estos han sido descargados de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

(CNMV). En ellos nos basaremos para conocer la situación económico-financiera actual de la empresa, y posteriormente, realizar las pertinentes previsiones a futuro.

También nos hemos descargado el Plan Estratégico de la compañía presentado en la Junta General de Accionistas del año pasado para conocer sus planes a futuro.

Hemos analizado los resultados de la sociedad en los últimos tres años porque pensamos que son suficientes para darnos una idea clara de la situación económico-financiera de la empresa.

Ciertamente, se puede extraer mucha información de un Balance de Situación y Cuenta de Resultados de una empresa, es por ello, que debemos priorizar cuál es la información más relevante.

En el anexo de muestran todos los ratios analizados de los Estados Financieros y su correspondiente interpretación, pero a continuación, presentamos los más destacados:

Información Económico-Financiera	Valor Deseado	2004	2005	2006
Ratios de Liquidez				
Liquidez	Mayor que 1	2.35	4.79	2.01
Tesorería	Igual a 1	2.35	4.79	2.01
Disponibilidad	Mayor que 0,15	0.24	0.18	0.04
Ratios de Endeudamiento				
Endeudamiento	Entre 0,4 y 0,6	0.28	0.25	0.59
Calidad	Menor Posible	0.13	0.06	0.10
Gastos Financieros	Menor que 0,04	0.03	0.02	0.15
Rentabilidad Económico-Financiera				
ROA	Mayor Posible (>Kd)	0.01	0.02	0.02
ROE	Mayor Posible	0.01	0.02	0.04
Otros Indicadores				
Garantía	Entre 1,5 y 2,5	3.57	4.00	1.69
Fondo de Maniobra	Mayor que 0	2.35	4.79	2.01
Dividendo por Acción	En aumento	0.015	0.019	0.018
P / VC	Menor que 1	1.88	1.86	3.12
PER	Menor Posible	260.32	75.12	85.60

En cuanto a la liquidez de la compañía, medida por sus ratios, goza de buena salud, ya que supera el mínimo exigido para cada uno de ellos. Incluso en los años 2004 y 2005 diríamos que es excesiva.

El nivel de endeudamiento de la sociedad era mínimo hasta 2006, donde la compañía se endeudó fuertemente, pero sin llegar a niveles preocupantes. Simplemente, creemos que se ha puesto al día en cuanto a los niveles adecuados de deuda y no tener capitales ociosos.

Por lo que se refiere a la rentabilidad económico-financiera, comentar que no es óptima. Principalmente, en el terreno de la rentabilidad del capital o de las acciones (ROE), los

valores obtenidos son muy mejorables, aunque si es cierto que no han parado de aumentar con el paso del tiempo.

En términos de ROA, los valores que se obtienen ya son en línea con el mercado, aunque no por ello deben dejar de aumentar con el paso del tiempo.

Por último, referente a los otros indicadores decir que tanto el ratio de Garantía como el Fondo de Maniobra son muy buenos y muestran la solidez de la empresa.

Los tres siguientes indicadores ya no son tan alentadores, puesto que el Dividendo por acción es reducido, el PER es demasiado elevado (esperamos corregirlo con nuestra entrada en la empresa) al igual que el P/VC, lo que nos indica que la empresa está sobrevalorada.

Hemos creído conveniente analizar también, dentro del análisis de los Estados Financieros, la capacidad de crecimiento de la compañía. Para ello, nos hemos remitido al modelo creado por Higgins (1977) sobre esta temática.

Este modelo permite estimar el porcentaje anual de crecimiento en ventas que puede tener una empresa si no hay ampliaciones de capital ni subvenciones para financiar. Es el crecimiento que se puede obtener sin poner en peligro la continuidad de la empresa.

Capacidad de Crecimiento 2006:	→	<table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="padding: 2px;">Beneficio Neto / ventas</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.439</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Pay-Out</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.421</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Activo / Recursos Propios</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">2.454</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Ventas / Activo</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.034</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Modelo Higgins</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.0215</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">(con dividendos)</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">2.15%</td> </tr> </table>	Beneficio Neto / ventas	0.439	Pay-Out	0.421	Activo / Recursos Propios	2.454	Ventas / Activo	0.034	Modelo Higgins	0.0215	(con dividendos)	2.15%
Beneficio Neto / ventas	0.439													
Pay-Out	0.421													
Activo / Recursos Propios	2.454													
Ventas / Activo	0.034													
Modelo Higgins	0.0215													
(con dividendos)	2.15%													
Capacidad de Crecimiento 2006:	→	<table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="padding: 2px;">Beneficio Neto / ventas</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.439</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Pay-Out</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.000</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Activo / Recursos Propios</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">2.454</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Ventas / Activo</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.034</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">Modelo Higgins</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">0.0378</td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">(sin dividendos)</td> <td style="text-align: right; padding: 2px;">3.78%</td> </tr> </table>	Beneficio Neto / ventas	0.439	Pay-Out	0.000	Activo / Recursos Propios	2.454	Ventas / Activo	0.034	Modelo Higgins	0.0378	(sin dividendos)	3.78%
Beneficio Neto / ventas	0.439													
Pay-Out	0.000													
Activo / Recursos Propios	2.454													
Ventas / Activo	0.034													
Modelo Higgins	0.0378													
(sin dividendos)	3.78%													

Es decir la capacidad de crecimiento es del 2,15% anual y si no se repartieran dividendos, aumentaría hasta el 3,78%. Puede variar en función del tipo de negocio en el que se opera, pero una tasa del 3% se considera normal, por lo cual, entendemos que si se bajara un poco el pay-out de la compañía, se podría acceder fácilmente a esta cifra.

Método de Valoración

Este es el epígrafe que entendemos fundamental dentro del caso práctico.

Comentar que FERSA, al tratarse de una empresa pequeña y con poca historia, no tiene la cobertura que debería por parte de los analistas del mercado. Hasta el momento, sólo las firmas de análisis Ibersecurities del Grupo Banco Sabadell e Inverseguros han publicado un informe sobre la compañía. Notar el hecho que las dos recomiendan comprar el valor.

Para nosotros, el hecho que sólo haya dos analistas que sigan el valor representa un aspecto positivo y negativo a la vez. Decimos que es positivo porque así no nos condicionará el resultado de nuestra valoración, pero nos perjudica en el sentido de que no podremos comparar nuestro resultado con el del mercado.

En cuánto a la valoración de FERSA comentar que las compañías que están en el sector de la energía renovable, y más concretamente en el de la eólica, la valoración que reciben se suele realizar a través del método: a múltiplos por MW de potencia instalada bajo gestión.

La Tasa Interna de Rentabilidad (TIR) de cada uno de los parques eólicos que gestiona FERSA llega al 12%-13%. Esta cifra es muy significativa porque por un lado, estamos hablando de un negocio bastante aislado del riesgo, y por el otro, se trata de una actividad muy predecible debido a que las tarifas están impuestas por el gobierno y son, en principio, a largo plazo. A no ser que este decida cambiar la regulación en un breve periodo de tiempo. Y de hecho, ya hay algo sobre este tema (ver apartado de noticias sobre el sector) dónde el Gobierno, en resumen, ha rebajado algo las primas que percibirán los productores de energía renovable en el futuro.

Se crea la diferencia entre prima fija y prima variable. La primera es segura pero con menor rentabilidad y la segunda tiene más riesgo, pero se pueden obtener rentabilidades más elevadas.

Actualmente, se estima que el mercado paga por cada MW de energía de este tipo 1,45M € al año. Se ha cogido este valor porque a principios del año pasado, hubo dos operaciones de compra y los múltiplos que se utilizaron fueron: 1,49M € / MW (Acciona compra Cesa) y 1,35M € / MW (Elecnor compra Parques Mondragón). Nos hemos posicionado en la parte alta de la horquilla porque hay que pensar que son precios de hace más de 15 meses y simplemente por temas de inflación ya se justifica esta elección.

A fecha de hoy, FERSA dispone de 52,6 MW de potencia instalada bajo gestión. Así pues, podemos decir que el negocio actual de la sociedad se puede valorar en unos 76,27M €. Esto en cuanto al presente de la compañía.

A parte, se debe añadir lo que la propia sociedad tiene proyectado para los próximos años, esto es unos 600 MW más de potencia instalada bajo gestión. Comentar que al negocio futuro se le asigna una probabilidad de éxito baja, del orden del 25%, con lo que entonces nos queda: $600 \text{ MW} * 25\% = 150 \text{ MW}$. A este resultado, lo deberemos multiplicar por 1,45M € que es el rendimiento anual por cada MW y nos queda que el negocio de FERSA valdría 217,5M € más. Si a esto, le sumamos las cifras actuales de negocio, obtendríamos una valoración de 293,77M €.

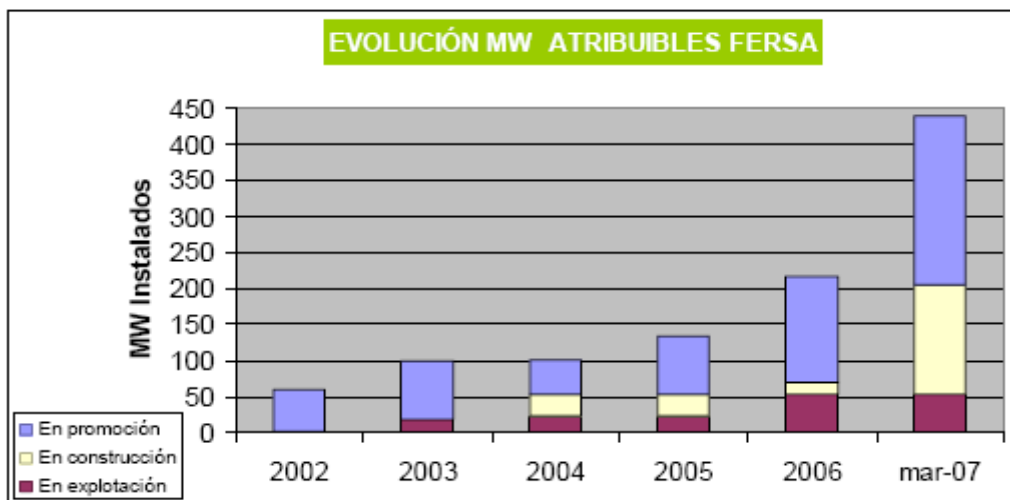
Entonces, para llegar al precio objetivo de la acción, según este método, deberemos dividir la valoración obtenida por el número total de acciones en circulación. Si realizamos los cálculos, se obtiene: $293.770.000 \text{ M €} / 37.755.975 \text{ acciones} = 7,78 \text{ €} / \text{acción}$.

Entonces, si comparamos el precio promedio que nuestro Fondo pagó en el mercado (8,36€/acción) con el resultado obtenido mediante la valoración a múltiplos por MW de potencia instalado (7,78€ / acción) nos hace pensar dos cosas:

- Primero: Que hemos pagado más de lo que el modelo indica.
- Segundo: Que el mercado le está asignando una mayor probabilidad de éxito a los negocios futuros de la compañía. Recordemos que la acción se negocia en Bolsa cerca de 10€ a 16 de junio de 2007.

A pesar de ello, nosotros estamos convencidos de entrar en el capital de la sociedad y trabajar directamente en la gestión de la compañía. Creemos firmemente que podemos aportar valor añadido y que el mercado, tarde o temprano, lo sabrá apreciar y valorar. De hecho, nosotros hemos previsto que la presencia del Fondo en el capital de la empresa se sitúe entorno a los 7 - 8 años.

A continuación, se muestra el gráfico de la potencia atribuible a FERSA, los 52,6 MW de potencia instalada bajo gestión a fecha marzo 2007:



Fuente: Elaboración propia de la compañía

Para terminar, comentar que en el apartado de noticias sobre la compañía se muestra que la sociedad Inverseguros, valora a la compañía con un precio objetivo de 12,40€ / acción. Desconocemos el modelo de cálculo que han utilizado.

Previsiones de la Empresa en el Futuro

Desde FERSA, las previsiones que se hacen se plasmaron en el Plan Estratégico 2005 – 2009 y en su posterior revisión para 2006 – 2010 que se presentado en la Junta General de Accionistas en fecha 20 de junio de 2006 donde los objetivos a medio-largo plazo eran los siguientes:

PLAN ESTRATÉGICO

PLAN ESTRATÉGICO 2005 - 2009			
Potencia atribuible (MW)	2004	2009	Crec. 04-09
Eólico	98,7	236,0	137,3
Biogas-Biomasa	1,4	10,0	8,6
Solar	0,0	4,0	4,0
Otros	0,0	0,0	0,0
Total	100,1	250,0	149,9

PLAN ESTRATÉGICO 2006 - 2010			
Potencia atribuible (MW)	Junio 2006	2010	Crec. 06-10
Eólico	209,4	400,0	190,6
Biogas-Biomasa	1,4	20,0	18,6
Solar	0,0	4,0	4,0
Otros	0,0	10,0	10,0
Total	210,8	434,0	223,2

SEGUIMIENTO JUNIO 2006		
Junio 2006	Crec. 04-06	Grado cumplimiento
209,4	110,7	81%
1,4	0,0	0%
0,0	0,0	0%
0,0	0,0	0%
210,8	110,7	74%

Fuente: Fersa Energías Renovables

En el Plan Estratégico que presentó la compañía en la Junta General de Accionistas de 20 de junio de 2006 se pueden diferenciar cuatro partes en función del tipo de negocio. Localizado en su mayoría en la energía eólica dónde este representa un 99% de la potencia total atribuible en 2004. Es su negocio principal y más desarrollado.

A partir de 2004, la empresa entra en el negocio de la Biomasa, pero su presencia es muy poco significativa aunque los crecimientos que se prevén para el futuro son elevados.

Por lo que respecta al negocio solar, FERSA espera entrar en 2010, al igual que en otros tipos de energía renovable.

En cualquier caso, las TIR's anualizadas son muy importantes.

- Eólico 2004 – 2009:	19,04%	- Eólico 2006 – 2010:	17,56%
- Biogás-Biomasa 2004 – 2009:	48,17%	- Biogás-Biomasa 2006 - 2010:	94,41%

En los negocios solar y otros no se pueden obtener las TIR's debido a que su aparición es más tardía.

Evolución del Valor en Bolsa

Nosotros pensamos que este apartado es importante porque nos debe permitir resolver las siguientes preguntas: ¿De dónde viene el valor? ¿Cómo se encuentra ahora? y ¿cuál puede ser su tendencia futura? Dicho de otro modo, deseamos conocer el pasado, presente y futuro en el mercado bursátil.

Por lo que respecta al pasado, hemos encontrado datos a partir de mayo 2006 en los que el valor rozaba los 2,20 euros. Se negociaba en el mercado de corros. No fue hasta finales de septiembre que el valor empezó a subir terminando el año en los 3,66 euros, lo que supone una revalorización del 66%. Ha sido en el inicio de 2007 que el valor ha experimentado todavía una mayor revalorización, ya que ha pasado de los 3,66€ a los 10,78€ a 13 de junio de 2007(subida del 195%). Impresionante.

Empezó a cotizar en el Mercado Continuo el pasado 29 de mayo de 2007. Sólo en el mes de junio, la acción se ha revalorización del 24% (a cierre de 18/06/2007). Según el análisis técnico que hemos realizado, el valor se encuentra en la parte alta del canal que

dibuja con lo que esperamos un giro hacia abajo para buscar su soporte natural que creemos situado en los 9,00-9,50 euros.

El valor está inmerso en una clara tendencia alcista dibujada por un canal que sólo rompió el 28 de abril cuando el valor llegó a valer casi 12 euros. El motivo: admisión a negociación en el Mercado Continuo. El día siguiente fue un varapalo terrible para la acción, ya que bajó a buscar los 9,77 euros. El día posterior no fue mejor. La acción cerró en los 8 euros.

Notar el incremento de volumen (ver gráfico de Bloomberg) que favorece claramente la liquidez del valor una vez incorporada la compañía al Mercado Continuo.

Podemos observar como desde diciembre 2006 hay total simetría entre el spot de FERSA y su RSI. Comentar que a los precios actuales, la cotización está en la franja alta de la sobrecompra.

Por otro lado, según el tipo de empresas que estén cotizando en el mercado, nos podemos encontrar por ejemplo, empresas muy buenas, pero que por sentimiento de mercado o por lo que fuere, no es su momento en bolsa. Y entonces, después de entrar tengamos una cierta cantidad de capital “inmovilizado”. También es cierto que pueda pasar, y de hecho pasa en los mercados financieros, el caso contrario.

Empresas que “no sabes por donde cogerlas”, pero que en cambio su valor en bolsa no para de subir y subir y nadie sabe a ciencia cierta el por que de tanta subida. Hasta que llega el momento de la bajada y entonces mejor no estar largo en el valor porque las consecuencias pueden ser totalmente desastrosas. Nos puede servir muy bien el ejemplo de la compañía inmobiliaria ASTROC que dilapidó un porcentaje muy importante de su capital en pocos días.

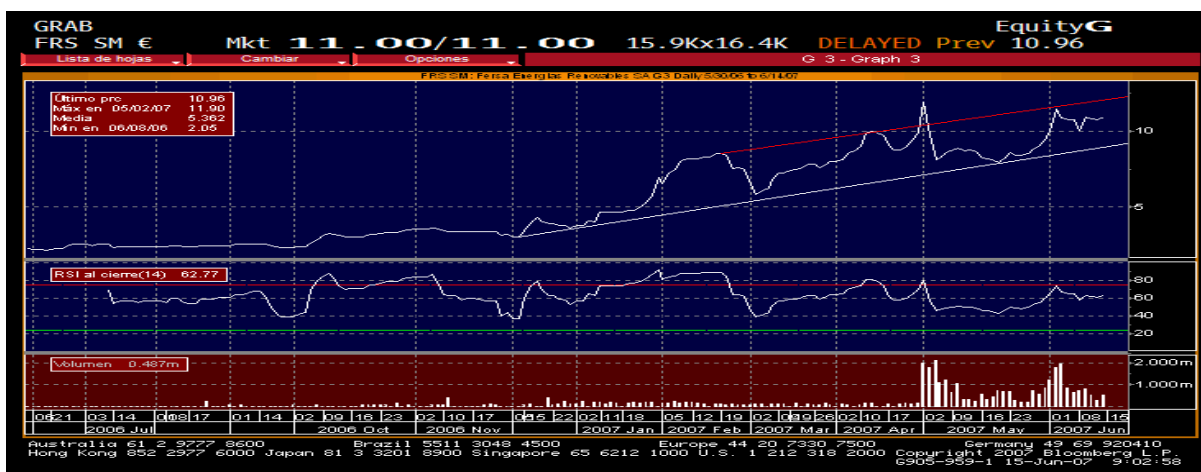
Por todo esto, entendemos que es importante conocer cuál es el momento que está viviendo el valor. Simplemente como un aspecto más a tener en cuenta.

Centrándonos ya en el caso que nos ocupa, el de FERSA, comentaremos que el pasado mes de diciembre el Consejo de Administración de la compañía acordaba iniciar los trámites para dar el salto desde el segundo mercado de la Bolsa de Barcelona al Mercado Continuo español. El segundo mercado español se creó en 1986 para facilitar la salida a bolsa de las pequeñas y medianas empresas (pymes), exigiéndoles unos requisitos menos rigurosos que los vigentes para el mercado principal. Entonces, FERSA formó parte de este segundo mercado, que no ha tenido el desarrollo esperado, durante cuatro años. El pasado veinte de abril, la compañía se estrenó en el mercado de

corros de Barcelona y cuatro días después, lo hizo en el parque madrileño. Fue en el 2 de mayo del presente año cuando se integró en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

Si los últimos meses, la cotización de las acciones se había visto impulsada, como es habitual en estos casos, por las expectativas de su paso al Mercado Continuo, la acogida de los inversores en la primera jornada de la compañía en la división de honor de la bolsa fue espectacular. Estas subieron un 19,36%. Sin embargo, pronto llegó “la de arena” para las acciones de esta compañía energética, que encadenaron dos soberanos batacazos consecutivos del 18,07% y el 16,92%.

Semejante volatilidad no ha pasado desapercibida para los asiduos al mercado, ni para los que queremos invertir a largo plazo en ella con vocación de gestión y representando a un grupo de inversores en Private Equity.



Fuente: Bloomberg

Noticias

En este apartado, lo que pretendemos es realizar un repaso a las noticias más relevantes sobre la empresa sujeta a valoración y también del sector en el que opera.

Relacionadas con la empresa:

15-06-2007 / Eleconomista.es: La ampliación de capital de Fersa comenzará el próximo 19 de junio.

- 08-06-2007 / Expansión: Fersa ficha a tres consejeros independientes para seguir el código Conthe.
- 29-05-2007 / Infomercados.com: Fersa paga dividendo a cuenta ejercicio 2006 0,018€/acción.
- 28-05-2007 / Bolsamania.com: Inverseguros recomienda comprar Fersa con un precio objetivo de 12,40€.
- 09-05-2007 / Bloomberg: Fersa adquiere un parque de viento en Estonia.
- 04-05-2007 / Bloomberg: Fersa prevé pedir prestados 740M € para financiar proyectos.
- 29-04-2007 / Expansión.com: José María Roger: “Fersa tendrá un “Pay-out” del 100%”.
- 23-04-2007 / Web Fersa: Fersa ha firmado un acuerdo de compra del 70,32% de las acciones de la sociedad Castellwind-03, S.L.
- 20-04-2007 / Web Fersa: La sociedad comunica la admisión a negociación al Primer Mercado de la Bolsa de Barcelona.
- 12-04-2007 / Thomson Financial: Fersa crea sociedad de biomasa con capital de 50.000€
- 23-03-2007 / Web Fersa: La sociedad comunica que el Consejo de Administración ha acordado convocar Junta General de Ordinaria.
- 07-03-2007 / Web Fersa: La sociedad comunica que ha adoptado un acuerdo para la incorporación por parte de Grupo ENHOL a Fersa de proyectos eólicos con una potencia de 223 MW.
- 25-01-2007 / Cinco Días: La eólica Fersa prepara su asalto al mercado ordinario.

Relacionadas con el sector:

- 08-06-2007 / Energías-renovables.com: La Junta de Extremadura rechaza 116 proyectos eólicos presentados.
- 08-06-2007 / Energías-renovables.com: Decepción ante el acuerdo sobre el cambio climático.
- 31-05-2007 / Web Greenpeace: Criterios de Greenpeace sobre la bioenergía (biomasa).
- 31-05-2007 / Eleconomista.es: Solaria y Almirall debutarán en el parque los días 19 y 20 de junio.
- 26-05-2007 / Consumer.es: El Gobierno aprueba una ley de energías renovables que modifica las primas a los productores de energías limpias.

25-05-2007 / Eleconomista.es: Solaria planea sacar a Bolsa el 30% de su capital mediante OPV.

07-05-2007 / Energías Renovables .com: Nueva caldera de biomasa en el municipio abulense de Navas del Marqués.

10-04-2007 / Energías renovables .com: Acciona y Ente Regional de la Energía de Castilla y León construirán una planta de biomasa en Burgos.

09-04-2007 / Energías Renovables .com: Calderas de biomasa forestal para la Ciudad del Medio Ambiente de Soria.

20-06-2006 / Web Fersa: A 31 de diciembre de 2005 la potencia de energía eólica instala en España era la segunda a nivel mundial por detrás de Alemania.

Conclusión

En cuanto a la valoración final sobre la compañía nos posicionamos a favor de entrar en el capital. Es más, invertiremos una parte importante del patrimonio del fondo de capital riesgo, gestionado desde nuestra Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, en FERSA.

Es importante comentar que después de realizar el estudio mediante el análisis fundamental y comprobar que el resultado no es del todo óptimo (de algunos ratios y el modelo Gordon-Shapiro), nos hemos visto en la necesidad de encontrar el método de valoración adecuado al tipo de empresa tratada. Después de investigar en la red, hallamos que uno de los métodos con los que se valora a este tipo de empresa es el de múltiplos por MW de potencia instalada bajo gestión. De hecho, en el mercado ya ha habido operaciones de compra-venta y este es el modelo con el que se trabaja. El resultado obtenido nos invita a invertir de forma importante en la empresa.

Además, esperamos poder aportar mucho valor añadido a la compañía para poder mejorarla y venderla a un mejor precio en el futuro.