

# or Madrid

ACCIÓN MENSUAL DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

[www.mejormadrid.com](http://www.mejormadrid.com)

Ejemplar de cortesía ● Precio: 0,75 €

Sólo el 4% de los recursos se asigna a empresas en etapas iniciales

## Capital riesgo lejos de los emprendedores

El capital riesgo se dirige a las empresas en fase de expansión

*La inversión de las compañías de capital riesgo en España el pasado año ascendió a 2.715 millones de euros, según cifras de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCR). El número de operaciones en 2006 (612) fue un 19,2% superior a las registradas en 2005. A pesar de que aumentó el número de operaciones protagonizadas*

*por empresas de nueva creación, todavía continuamos lejos de la media europea. Tan sólo el 4% de la inversión en capital riesgo en España se destinó a empresas que estaban en una fase previa al lanzamiento (capital semilla) o de arranque (primeros estadios de desarrollo), frente al 6,4% de la media europea.*

El capital riesgo prefiere la asignación de recursos a empresas en fase de expansión, donde el ciclo de permanencia en la empresa resulta más rentable y las desinversiones más rápidas.

En opinión de algunos especialistas, las oportunidades de inversión pueden llegar a escasear en relación con las disponibilidades de fondos, reduciendo la rentabilidad esperada de las operaciones, por el aumento en el precio de las compañías susceptibles de recibir fondos.

Una alternativa que podría facilitar las desinversiones del capital riesgo en las empresas en etapas iniciales será el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que lanzará Bolsas y Mercados Españoles y empezará a funcionar en abril para las sociedades de capital riesgo; y en una segunda etapa, a final de año, probablemente se podrán negociar acciones o valores emitidos por empresas más pequeñas. No es una solución que convenza a las sociedades de capital riesgo. **Pags. 4 y 5**

# Empresas

El capital riesgo se consolida como fuente de financiación de empresas en expansión

## Las empresas en fases iniciales continúan sin atraer suficientes recursos

Raquel González de Cordova  
rcordova@mejormadrid.com

*Durante los últimos dos años el número de operaciones financieras en España por fondos de capital riesgo se ha disparado. A pesar de que aumentó el número de operaciones protagonizadas por empresas de nueva creación, todavía continuamos lejos de la media europea. El crecimiento en la demanda de empresas en fase de expansión podría desequilibrar el mercado en el largo plazo, al reducir la rentabilidad esperada de las operaciones.*

La inversión de las compañías de capital riesgo en España el pasado año ascendió a 2.715 millones de euros, según cifras de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCR). El número de operaciones en 2006 (612) fue un 19,2% superior a las registradas en 2005.

Las operaciones más destacadas por el volumen de recursos que movilizaron fueron el Grupo Levantina, Viajes Iberostar y Telepizza. Asimismo, durante el año 2006 se llevaron a cabo ocho desinversiones utilizando el mercado de valores, entre las que destacan Vueling, Gam y Renta Corporación; y dieciséis a través de la venta a otras entidades de capital riesgo: eDreams, Svenson, Dorna, son un ejemplo.

Pero las contundentes cifras del capital riesgo ocultan los pobres resultados que obtiene en la financiación de proyectos emergentes. En el año 2005, tan sólo el 4,3% de la inversión en capital riesgo en España se destinó a empresas que estaban en una fase previa al lanzamiento (capital semilla) o de arranque (primeros estadios de desarrollo), frente al 6,4% de la media europea", señala el consejero delegado de 3i en España, Mark Heappay.

### No faltan recursos

Todas las opiniones consultadas coinciden en afirmar que no se trata de falta de recursos, sino de proyectos. Javier Ulecia, socio de Bullnet Capital, explica que "el venture capital suele estar asociado a empresas de tecnología porque ahí es donde hay más capacidad de crecimiento en un periodo de tiempo corto como para cumplir el objetivo de una empresa de venture capital: invertir y al cabo de unos años desinvertir obteniendo las mayores plusvalías posibles".

El problema, juicio de Ulecia, es que en España no hay todavía muchas empresas de marcado perfil tecnológico, a pesar de los intentos de comunidades autónomas y ayuntamientos de apoyar a este tipo de compañías.

Félix Inchausti, director de Talde, empresa pionera en España en el negocio del capital riesgo, defiende que en España "si hay inversión en fases de arranque, de hecho hay fondos especializados en este segmento; lo que ocurre es que la inversión es pequeña en términos cuan-



Juan Diaz Laviada, presidente de ASCR



Mark Heappay, consejero delegado de 3i en España



Jesús González Nieto, director general del MAB



Javier Ulecia, socio de Bullnet Capital

## Los estudios constatan el impacto económico y social del capital riesgo en España

Según un estudio presentado este mes por ASCR, el capital riesgo fue el responsable del 6% del nuevo empleo creado entre 1996 y 2004, con un volumen de inversión que representa el 0,11% del PIB.

La creación de empleo se produce en todas las etapas del ciclo de inversión: En las primeras fases, la financiación y el valor añadido se traducen en mayor crecimiento para las empresas de base tecnológica; en etapas avanzadas la plantilla aumenta ocho veces más que en otras empresas no financiadas por capital riesgo.

Las plantillas de las empresas participadas por el capital riesgo crecen a una media del 14,7% frente al

5,7% de las no participadas. En las 1.463 empresas financiadas por capital riesgo la creación de empleo se acercó a las 100.000 personas al tercer año de inversión.

El capital riesgo también introduce mejoras en la gestión de las empresas en las que toma participación: El volumen de ventas creció tres veces más en las compañías participadas que en la muestra de empresas no financiadas con capital riesgo.

Los activos intangibles aumentaron entre 5 y 10 veces más que en otras empresas y el incremento anual de la recaudación fiscal fue el doble que en empresas similares no participadas por capital riesgo.

tativos y el coste de su seguimiento y de la desinversión es muy alto, porque es difícil salir de esas compañías por su dimensión y por la madurez del proyecto".

Jose Martí, profesor de la Universidad Complutense de Madrid y uno de los especialistas más reconocidos en el sector del capital riesgo, señala que "el tipo y tamaño de las empresas más

demandadas es limitado" y podría constituir un factor de desequilibrio a largo plazo.

El capital riesgo se decanta por la inversión en empresas en fase de expansión, porque la obtención de plusvalías es más inmediata y hace más atractivas estas operaciones, mientras que el retorno de las inversiones realizadas en empresas en etapas iniciales es mucho

más lento, el riesgo es mayor y la falta de liquidez puede entorpecer la posterior desinversión.

Una buena parte de las operaciones realizadas por el capital riesgo en empresas en fases iniciales terminan en manos de los fundadores o directivos de la empresa, ya que a pesar de que se trate de un buen proyecto, la empresa continúa siendo pequeña a los cinco años. A

menudo esa coyuntura sólo atme a los propios directivos, dificultando la desinversión del fondo.

Una alternativa que podría facilitar las desinversiones del capital riesgo sería el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que lanzará Bolsas y Mercados Españoles. Según explica Jesús González Nieto, director general del MAB, el mercado "funciona ya en el caso de las Sicav y este año, en abril, se verá ampliado a las sociedades de capital riesgo y en una segunda etapa, a final de año, probablemente se podrán negociar acciones o valores emitidos por empresas más pequeñas".

No es una solución que convenza a las empresas de capital riesgo. Mark Heappay, no lo considera necesario: "Supondría una opción más para la venta de las participaciones, pero tal y como está hoy estructurado creemos que funciona convenientemente". Una opinión que comparte el director de Talde, que, no obstante, "lo ve como una iniciativa interesante que ayudaría a dinamizar las operaciones en una fase inicial". Desde Bullnet Capital, Javier Ulecia apunta que "en el caso de las empresas de producto tecnológico, que no van a facturar decenas de millones de euros en el período en el que el venture capital es inversor, es bastante improbable que sean atractivas para sacarlas al mercado".

### Incentivos fiscales y capital riesgo público

Si, como afirma Martí, las oportunidades de inversión pueden llegar a escasear en relación con las disponibilidades de fondos, la rentabilidad esperada de las operaciones se reducirá, generando un desequilibrio que sólo solucionaría la entrada de nuevas empresas en fases de expansión procedentes de etapas iniciales, precisamente el estadio donde más dificultades existen para la atracción de capital riesgo.

En opinión de Javier Ulecia y José Martí es necesario que exista un volumen suficiente de crecimiento de empresas en nuestro país, con lo que las inversiones se asignarían de forma natural. Para incrementar ese crecimiento, el profesor Martí propone "el establecimiento de un incentivo fiscal a las inversiones directas de particulares en pymes", que promovería de forma natural un mercado organizado para el intercambio de títulos entre particulares.

Desde otros sectores se critica la escasez de capital riesgo público disponible para emprendedores en España. Hay créditos, más o menos favorables. Pero no hay capital riesgo público, cuando podría existir un argumento para ello. Por otra parte, los créditos para empresas de nueva creación están muy ligados a las inversiones materiales y tecnológicas. España es una economía de servicios. Son muchas las empresas de nueva creación que apuestan por ese sector y una parte importante de los proyectos de servicios no son intensivos en tecnología ni en inversiones materiales, quedando al margen de las ayudas públicas.



José Martí Pellón, profesor numerario de economía financiera de la Universidad Complutense de Madrid

## “Sólo un 4% se asigna a empresas en etapas iniciales”

¿Cuál es la mejor fórmula para que una Pyme con un buen proyecto en marcha acceda al capital riesgo? Debe contar con una idea clara de lo que quiere hacer y de los recursos que precisa para conseguirlo. Esto se debe materializar en un sólido plan de empresa (business plan) que facilite el análisis de potenciales inversores.

Por otra parte, es preciso asesorarse sobre qué inversor podría encajar en el perfil del proyecto. Ahora existen en España 150 inversores con una amplia diversidad de orientaciones. No es adecuada una aproximación indiscriminada y superficial, sino un acercamiento motivado a los potencialmente interesados. Existen muchos asesores que se especializan en apoyar este proceso de identificación de inversores y de negociación de las condiciones de entrada.

¿Sólo las empresas de nueva creación con contenido tecnológico tienen posibilidades de acceder al capital riesgo?

Si hablamos de la experiencia europea casi podríamos decir lo contrario. Desde la experiencia del capital riesgo americano, conocido como *venture capital*, en Europa se ha evolucionado hacia otro concepto más amplio, denominado *private equity*. En las estadísticas del sector, que pueden consultarse en [www.venturecapitalrisk.com](http://www.venturecapitalrisk.com), se pone de manifiesto que más de la mitad del dinero se dirige hacia empresas maduras, de sectores tradicionales, y sólo un 3-4% se asigna a empresas en etapas iniciales.

¿Acostumbra el capital riesgo a tomar el control de la empresa participada?

Sólo es frecuente en las operaciones de adquisición de empresas ya maduras de cierto tamaño. Esto está justificado por dos motivos. En primer lugar, al no esperarse crecimientos espectaculares, el rendimiento se genera en un eficiente uso de los activos, con una notable mejora de la productividad, unido a un elevado uso de endeudamiento, que implica una fuerte disciplina contable, con un fuerte enfoque en la tesorería. Esas actuaciones precisan el control efectivo de la gestión. En segundo lugar,

“Más de la mitad del dinero se dirige hacia empresas maduras”

la posesión de mayorías facilita la salida del inversor, que es imprescindible en esta actividad.

Por el contrario, en las empresas innovadoras en sus etapas iniciales, es necesario que el equipo promotor mantenga la mayoría porque es necesario su compromiso con el proyecto para el éxito de la empresa, sin olvidar su conocimiento tecnológico y comercial de un sector concreto. En caso de no tener mayoría, debería contar con un sistema muy atractivo de incentivos para tirar del carro. Por eso son más antipáticas estas inversiones para las entidades de capital riesgo. Además del mayor riesgo financiero, no controlan la gestión y sólo pueden ofrecer paquetes mixtos en la salida.

¿Qué valora el capital riesgo en una empresa antes de invertir?

Lo más importante es el equipo gestor. Debe ser un equipo experimentado, bien conjuntado, que inspire confianza a un inversor externo. También debe darse una cierta *sinergia* con los miembros del equipo de capital riesgo ya que esta actividad financiera incluye dos ingredientes: dinero, pero también valor añadido por el inversor.

Con respecto a las restantes características, depende de que se trate de una operación de *venture capital*, en la que el inversor entra en mayoría en proyectos en proceso de arranque o de crecimiento; o de *private equity*, en la que es frecuente la toma del control en una empresa para facilitar la compra de la misma a un equipo directivo, o resolver problemas de sucesión o conflictos entre accionistas, entre otras posibles motivaciones.

Además del equipo directivo, en el primer caso, el inversor se fija en el tamaño del mercado y en las posibilidades de crecimiento de la empresa, sin olvidar los aspectos innovadores que marcan su hipótesis de ventaja frente a otros competidores.

En el caso del *private equity*, lo fundamental es el tamaño de la empresa y las posibilidades que se presentan en relación con la gestión de los activos de la empresa y la utilización del endeudamiento como apoyo fundamental en la adquisición y como forma de apalancar rendimientos atractivos.

¿Qué debe aportar el capital riesgo a una empresa además de dinero?

El valor añadido varía según se trate de *venture capital* o de *private equity*. En el primer caso el inversor aporta disciplina y profesionalización en la gestión, pero también credibilidad frente a terceros (bancos, clientes y proveedores) y asesoramiento en temas fiscales.

“El capital riesgo aporta conocimiento especializado en actuaciones financieras”

La aportación de valor en *private equity* depende de la problemática concreta de la empresa. En casos de conflicto entre accionistas o problemas de sucesión, contribuye a profesionalizar la gestión de la empresa y a separar patrimonio familiar y empresarial. Pero también aporta conocimiento especializado en actuaciones financieras especializadas para mejorar la rentabilidad del accionista, incluyendo su mejor acceso al endeudamiento.

## Operaciones emblemáticas

### NETSPIRA

En agosto de 2000 los hermanos López Sierra no dejaron sus trabajos y comienzan a desarrollar la idea de una pasarela entre las redes móviles de datos e Internet. En marzo de 2002, cuando tenían un prototipo de producto en pruebas con Vodafone, llegan a un acuerdo con Bullnet Capital, un fondo español especializado en empresas tecnológicas, que pasa a ser accionista minoritario. A los 2 años competían a nivel mundial con los pesos pesados de la telefonía móvil. A finales de 2004 Ericsson, líder en el sector, decidió que Netspire completaba parte de su actividad y planteó su compra. Bullnet abandonó la compañía con importantes plusvalías.



### WUELING

En el verano de 2004 nació Wueling, una compañía aérea con capital español y extranjero y una inversión inicial de 30 millones de euros. Sus accionistas de referencia creó sus comienzos fueron Inversiones Heredia, sociedad perteneciente al Grupo Planeta, con un 30% del capital, y la firma de capital riesgo anglofrancesa Apex Partners, con un 35%. Dos años y medio más tarde, principios de 2006, Wueling sale a bolsa a 30 euros la acción y con un capitalización bursátil de 488 millones de euros, convirtiéndose en el primer operador aéreo español de nueva generación cotizado en los mercados de valores.

### EMREANS

En marzo de 1999 nace en Silicon Valley la agencia de viajes por Internet eDreams. Desde sus inicios contó entre sus filias con accionistas como Dal Capital Management, Apex Partners, Atlas Venture y 3i group. Durante sus años desarrolló una plataforma tecnológica que le permitió facturar 300 millones de euros en 2006. En octubre de ese mismo año TA Asociados, especializada en operaciones de financiación del crecimiento de una empresa con beneficios, compró el 100% del capital de eDreams por 153 millones de euros. Entre los objetivos de la empresa, colaborar para que en 2009 el 30% de las reservas de viajes del sur de Europa se realicen online.



### IMAGINARIUM

En 1992, 3i entró en Imaginarium con una inversión de 661.000 euros, adquiriendo el 35% del capital de la empresa española de fabricación y distribución de juguetes educativos, para apoyar la expansión del grupo. En 2002 (215 tiendas en 15 países) 3i vendió a L Capital, fondo de capital riesgo de Louis Vuitton, el 26% de su participación, el tiempo que la dirección de la compañía le vendió el 14%. En 2006 (280 establecimientos) 3i y el capital salían de Imaginarium y dejaban paso a Cyle Innovacada que, con una participación del 33%, apoyó el crecimiento y expansión de Imaginarium (225 puntos de venta en 29 países) en los próximos cinco años.

### BALLESOI

En 2002, 3i compró con 18 millones de euros el 40% de Ballesei (1980), una de las grandes cadenas españolas de residencias para la tercera edad. Un año después vendió la mitad de esa participación por 167 millones de euros al grupo Lar. A finales de 2006, la aseguradora Santa Lucía se hacía con el 40% del capital social de Ballesei al comprar, por 32 millones de euros, sendas participaciones del 20% de 3i y Lar, lo que supone valorar la compañía en 100 millones de euros. El objetivo de esta operación es un ambicioso plan de expansión que incluye salir a bolsa a medio plazo y alcanzar en 2009 una facturación de 150 millones de euros.

