# LOS PROFESIONALES DEL CAPITAL RIESGO RESPONDEN ¿CUÁL ES SU BALANCE DEL 2007?

Seis profesionales del capital riesgo español nos explican cómo han visto el mercado nacional este último año y cuáles son sus expectativas de cara a los próximos doce meses. Tal y como se preveía, 2007 pasará a la historia como un año brillante. Pero todo apunta a que 2008 será menos optimista. Sin deuda en el mercado, con los precios ajustándose a la baja, algunos fondos apuestan por maximizar el valor de su cartera y, otros, por realizar build ups que aporten sinergias. Eso sí, todas las fuentes consultadas por C&C coinciden en que este ajuste es lógico, saludable y hasta necesario.

## NICHOLAS WALKER, SOCIO FUNDADOR Y CO-DIRECTOR DE SOCIOS FINANCIEROS

**El 2007 ha sido un año muy activo para su firma, con 22 operaciones asesoradas. En términos globales, ¿cuál es su balance?**

El primer semestre de 2007 fue excepcional para el capital riesgo español, tanto en volumen de inversión como en número de transacciones. Al mismo tiempo, el número de activos en venta era pequeño en relación con el apetito inversor, que seguía una tendencia inflacionista, sobre todo por activos de calidad (valoraciones record como Parques Reunidos, Indas, USP, Occidental Hoteles, Avanza, Continental Auto), y un aumento en los múltiplos de deuda de adquisición. Empresas que se compraron en 2004 con un nivel de apalancamiento de 4 veces ebitda histórico, se vendieron en el primer semestre de 2007 alcanzando una deuda de hasta 8 veces su ebitda proyectado y normalizado. Esos mayores niveles de apalancamiento han supuesto valoraciones más altas, beneficiando directamente a los vendedores. Conforme avanzaba el año, nos consta que algunos CDOs y hedge funds llegaron a aprobar grandes operaciones de financiación en tan sólo 24 horas, tras recibir propuestas de 500 páginas, lo que siembra la duda de si llegaron a leerlas y, menos aún, a analizarlas. En resumen, en el primer semestre el mercado LBO estaba sobrecalentado, por no decir fuera de control, y cuando la crisis subprime estalló, el mercado de private equity, más que un fuerte aterrizaje, sufrió una caída en plancha. España se vio particularmente afectada. Desde agosto, sólo tenemos conocimiento del cierre de 7 nuevos *buyouts*, todos por debajo de €100M de valor. A nivel global, el capital riesgo tuvo mejor comportamiento, con una caída de "tan sólo" el 40% en el segundo semestre de 2007 respecto al mismo periodo de 2006.

**La crisis de las hipotecas subprime surgida este verano, ¿en qué medida ha afectado a la financiación de las operaciones?**

A raíz de la crisis subprime, el mercado de los créditos sindicados se cerró en todos los sentidos en el segundo semestre de 2007. En España, ha habido transacciones que no consiguieron alcanzar la financiación necesaria y no se pudieron cerrar (CVC por Altadis), mientras que otras cancelaron su venta por el desajuste producido entre las valoraciones anteriores y las nuevas, en un contexto en el que los inversores deben recurrir a más recursos propios para financiar las operaciones.

> **"Algunos CDOs y hedge funds aprobaron grandes operaciones de financiación en sólo 24 horas, tras recibir propuestas de 500 páginas"**

En teoría, las operaciones de tamaño medio, en las que la sindicación no es necesaria, son más fáciles de llevar a cabo. Sin embargo, aún no se pueden sacar conclusiones, puesto que no se ha cerrado ninguna transacción de private equity con un valor empresa de entre €100M y €1.000M en España desde agosto del año pasado, de la que tengamos conocimiento.

**Entonces, ¿cuál es la mejor estrategia de financiación ahora?**

Con el mercado de los créditos sindicados cerrado y un gran número de bancos internacionales fuera de juego, la mejor opción es invitar a bancos locales o cajas a unirse y compartir el riesgo en las oportunidades de financiación que se presenten (los llamados "*club deals*"). Así, en vez de competir entre ellos, los bancos forman un mini cartel en el que deciden conjuntamente sus términos y condiciones. Las dinámicas de esta forma de financiación son totalmente diferentes de las anteriores, cuando un banco suscribía la deuda y la colocaba posteriormente. En parte, debido a que ahora los propios bancos se comprometen a quedarse parte de la deuda concedida, si no toda. Así que los niveles de financiación han caído considerablemente, a niveles de 2004 o incluso inferiores. Y, entre tanto, las comisiones y los *spreads* aumentan sin que parezca que la situación vaya a cambiar a corto plazo.

**Si tuviera que elegir un titular-resumen del año (en una frase), ¿cuál sería?**

El primer semestre fue como un partido de fútbol con muchos balones en juego y con los mejores jugadores marcando a placer. En el segundo semestre, los balones se pincharon, casi nadie marcó, y muchos jugadores acabaron pidiendo la hora. Desafortunadamente, el juego debe seguir con menos ocasiones de gol y los balones desinflados.

**De cara a 2008, ¿seguirá el apetito de inversores industriales y financieros o se percibirá menos interés vendedor y comprador?**

En nuestra opinión, el año 2008 será un gran desafío para el mercado español de LBO´s, donde sólo el nicho más pequeño del mercado (valor empresa inferior a €100M) da muestras de alcanzar un volumen razonable. Por una parte, el apetito inversor se mantiene fuerte y los fondos de capital riesgo disponen de gran liquidez. Pero, por otro lado, será difícil obtener financiación, lo que dará una ventaja relativa a aquellos fondos dispuestos a financiar totalmente con capital los proyectos y a los de mayor trayectoria, que aún pueden obtener financiación para inversiones que presenten grandes atractivos. Un factor esencial será la ausencia de empresas de calidad en venta, puesto que los vendedores serán plenamente conscientes de que el entorno no es favorable para alcanzar valoraciones atractivas de su negocio, por lo que habrá decisiones de venta que se pospongan. En resumen, en 2008 habrá una proporción relativamente superior de transacciones llevadas a cabo por inversores industriales; los procesos de venta en los que sólo compitan fondos de capital riesgo serán escasos; resultará más fácil realizar transacciones de "capital desarrollo" (inversiones 100% de capital para entrar en minoría) como contrapunto a los *buyouts* tradicionales, y, por último, asistiremos a la emergencia del vendedor angustiado, un fenómeno relativamente nuevo.

> **"El primer semestre fue un partido de fútbol con muchos balones en juego y los mejores jugadores marcando a placer. En el segundo, los balones se pincharon y casi nadie marcó"**