



JESÚS MAQUEDA

Fotografía de familia de los asistentes al Foro Empresarial organizado por LA GACETA DE LOS NEGOCIOS, en colaboración con Deloitte, sobre el sector del capital riesgo.

R. CALATRAVA / M. JANER  
Madrid. El capital riesgo se ha consolidado en España como un inversor de referencia para las empresas. Esta es una de las conclusiones otra edición del Foro Empresarial que organiza LA GACETA DE LOS NEGOCIOS, en colaboración con Deloitte.

El año pasado fue un ejercicio récord en inversión, que ascendió a 1.900 millones de euros, según datos de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (Ascri). Además de la cuantía inversora, el tamaño y la visibilidad de las operaciones —valga el ejemplo de la compra de los activos de Ahold en España o la oferta multimillonaria sobre Auna— hicieron de 2004 el año de la "popularización" de la cultura del capital riesgo.

El camino no ha sido fácil. Muchas firmas paneuropeas se han sumado —con apreciable dosis de paciencia— a las casas nacionales que llevaban muchos años trabajando para sacar adelante operaciones en España.

"Era cuestión de tiempo. El mercado español tenía que ganar en tamaño y oportunidades de inversión", explica Nicolás Bonilla, socio director de Apax Partners y responsable de la oficina en Madrid. "La verdad es que lo más difícil era convencer a los accionistas de que el capital riesgo podía dinamizar su compañía. Llevamos muchos años hablando con los gestores, y eso acaba dando resultados", añade Javier Loizaga, socio director de la firma española Mercapital.

Para Jorge Mataix, presidente de la patronal Ascri y consejero delegado de Dinamia, una pregunta importan-

## El capital riesgo entra en la agenda empresarial española

El año 2004 fue un ejercicio récord de inversión para este sector, que participa en 1.400 empresas españolas, y protagoniza ya grandes operaciones, como la compra de empresas cotizadas



JORGE MATAIX  
PRESIDENTE DE LA  
PATRONAL ASCRI

"Cada vez es más fácil en el mercado español convencer a los inversores de que destinen parte de sus recursos a invertir en capital riesgo"



NICOLÁS BONILLA  
SOCIO DIRECTOR DE  
APAX PARTNERS

"Hoy en día el sector tiene unas credenciales que le hacen mucho más creíble como un inversor de plena confianza, que contribuye al crecimiento"

te que tiene ante sí el sector es "si vamos a ir a un círculo virtuoso de muchos recursos disponibles para invertir; muchas operaciones y muy rentables; o hacia una situación de pocas operaciones, con mucha competencia, muy caras y poco rentables; que, a su vez, reduzcan el dinero disponible".

Carlos Mallo, director de la firma paneuropea Permira en España, piensa que el mercado español crecerá también este año, aunque advierte de que "estamos aún en una etapa primaria del capital riesgo, que es un agente dinamizador de las econo-

mías". "De ello —apunta— da buena prueba el hecho de que el Reino Unido, donde las operaciones son mucho más habituales, sea la economía europea más dinámica". A su juicio, "el mercado español está todavía en el kilómetro cero del capital riesgo".

"Coincido con Carlos. Creo que el año 2004 ha sido bueno y éste podría ser aún mejor. Lo que no quiero decir que éste no sea un sector cíclico donde caben altibajos", comenta Alejandro von der Pahlen, responsable de Candover en España. En su opinión, "el sector está impulsado por una financiación ban-

caria a muy bajo coste para acometer las operaciones".

Una circunstancia que no parece que vaya a cambiar en los próximos meses. "En este momento no hay ningún obstáculo en el sistema que drene a corto y medio plazo el exceso de liquidez actual", añade Javier Loizaga.

### Nuevas operaciones

El año 2004 también trajo nuevas formas de inversión en capital riesgo hasta ahora no conocidas en España, pero que son muy populares en los mercados anglosajones. "Por primera vez ha habido secondary buy-outs, u opera-

ciones de compra-venta de una empresa entre dos firmas de capital riesgo", explica Mikel Bilbao, director de inversiones de 3i en Madrid.

"También han aparecido las megaoperaciones como en el caso de Amadeus, o el intento de compra sobre Auna", afirma. "Paralelamente ha habido un aumento de la competencia internacional suscitado por el interés de los fondos estadounidenses y paneuropeos, que han empezado a estudiar operaciones en España desde sus oficinas de Londres, Nueva York o Boston", añade el responsable de la conocida firma británica.

A juicio de Mikel Bilbao, también ha habido "un aumento muy significativo de los management buy-outs (MBO) o compra de una empresa por sus directivos con el soporte financiero de un operador de capital riesgo".

Otra fórmula novedosa de operación son las exclusiones de bolsa de empresas cotizadas, los conocidos como public to private (P2P). El primero de ellos fue la compra de la cadena de ocio Parques Reunidos por Advent International. Precisamente la firma estadounidense es uno de los candidatos a adquirir Aldeasa, junto a un grupo de inversores españoles entre los que está Mercapital, y la compañía italiana Autogrill.

A la pregunta de si habrá este año nuevos P2P, Javier Loizaga se muestra optimista. "A pesar de que la actual normativa de Ofertas Públicas de Adquisición no lo facilita, creo que se ha abierto una etapa en la que va a haber entre 15 y 20 operaciones de más de 500-600 millones de euros cada una en los próximos cinco años", asegura.

Jorge Mataix cree que la bolsa "no debe ser el semillero de las operaciones del sector, que debe estar en las empresas medianas, que aspiran a ganar tamaño e internacionalizarse". A este respecto, Mikel Bilbao confía en las oportunidades de crecimiento que albergan los MBO. También como una solución para que aquellas multinacionales que quieran vender sus filiales en suelo español puedan hacerlo a sus directivos. Otros, como Carlos Mallo, piensan que convivirán las grandes operaciones, "con otras menores para las firmas locales".

"Lo que ha cambiado en los dos últimos años ha sido la credibilidad del sector como comprador". "Antes no se conocía el potencial del capital riesgo. Hoy en día, hay una serie de credenciales que nos hacen mucho más creíbles como compradores", sostiene Nicolás Bonilla. En su opinión, sólo existe una pega a este avance: "la inflación generalizada de precios en la valoración de las empresas, que es un fenómeno preocupante, por cuanto no sabemos si se debe a un exceso de liquidez o es algo estructural".

Carlos Mallo achaca buena parte de este aumento de precios a la competencia de los grupos industriales; "que están dispuestos a asumir fuertes deudas para comprar una empresa por encima del valor real". "Algo que se está viendo favorecido por los bajos tipos de interés", añade.

"De hecho —continúa Nicolás Bonilla—, nos encontramos con que los propios grupos industriales se están beneficiando del apalancamiento financiero, con estructuras muy agresivas". "Valga el ejemplo de la operación que Altadis y Autogrill quieren completar con Aldeasa. Los propios accionistas tienen previsto refinanciar la deuda de su participada, una vez asuman su control, obteniendo fuertes plusvalías con la propia compra".

"Si es verdad que esto limita nuestro margen de actuación —opina Carlos Mallo—, pero no olvidemos que contamos con la ventaja que puede conllevar nuestra capacidad para elevar, más que los demás, la creación de valor, lo que nos puede llevar a ofrecer un precio mayor".

Alejandro von der Pahlen ve en la actual legislación —más que en la competencia con los grupos industriales— el freno a la compra de grandes compañías en España por parte de entidades de capital privado. "No existe una Ley de OPA que incluya una cláusula de *squeeze out* (procedimiento por el que si una oferta pública de adquisición de una compañía es acepta-



**CARLOS MALLO**  
DIRECTOR DE PERMIRA EN ESPAÑA

"El mercado español está en el kilómetro cero de lo que es este sector en el Reino Unido, donde es un agente dinamizador"



**JAVIER LOIZAGA**  
SOCIO DIRECTOR DE MERCAPITAL

"Se ha abierto una etapa en la que va a haber entre 15 y 20 operaciones de más de 500-600 millones de euros en los próximos cinco años"

**MIKEL BILBAO**  
DIRECTOR DE 3I EN MADRID

"El vivero de operaciones está en los MBO, ya que cada vez hay más equipos directivos dispuestos a comprar su empresa"



**ALEJANDRO VON DER PAHLEN**  
RESPONSABLE DE CANDOVER EN ESPAÑA

"El sector se está beneficiando de una financiación bancaria a muy bajo coste. Pese a ello, existen aún barreras legales en las exclusiones bursátiles"



**NICHOLAS WALKER**  
SOCIOS FINANCIEROS

"Los asesores debemos contribuir a hacer más transparente el proceso de venta de una empresa, para que tenga el mejor propietario posible"



**FERNANDO BALDELLOU**  
SOCIO DE CAPITAL RIESGO DE DELOITTE

"La gente debe saber que las compañías participadas por sociedades de capital riesgo son empresas que crecen, y crean empleo y riqueza"

## Ocio, salud e infraestructuras, los sectores que pedirán más inversión

A la pregunta de cuáles serán los sectores que más oportunidades de inversión propiciarán este año, Javier Loizaga responde diciendo que "ocio, salud e infraestructuras serán las áreas con mayor necesidad de capital". Una opinión con la que coincide Jorge Mataix,

consejero delegado de Dinamia y presidente de la patronal Ascri. A su juicio, "los servicios están relevando a la industria como sector de referencia para el capital riesgo en España". Mataix cree que caben movimientos de consolidación importantes, "aún por realizar",

en el sector servicios, "y, pienso que somos un candidato para impulsarlos".

### Auge de los MBO

Respecto a la forma de inversión más habitual, los asesores apuestan por los *management buy-outs*. "Un tercio de nuestros clientes

buscan una operación de este tipo", explica Nicholas Walker, de Socios Financieros. Fernando Baldellou, de Deloitte, también espera un aumento de estas operaciones. "Sobre todo tras ver la profesionalización del directivo español, que ya ve un aliado en el capital riesgo".

da por al menos el 90% de los accionistas, el porcentaje restante está obligado a aceptarla)".

Una opinión que comparte los asesores. Según Nicholas Walker, la falta de disciplina del vendedor y la normativa son "dos síntomas de la falta de madurez del mercado español". Fernando Baldellou aboga por un cambio normativo que mejore esta situación.

### Levantar un fondo

Respecto a la capacidad del mercado español para dotarse de sus propios fondos, el presidente de la patronal defiende que "cada vez se convence con más facilidad a las fortunas y los inversores institucionales españoles para que inviertan en capital inversión". "Todo ello, relacionado con el hecho de que los gestores conocen mejor nuestra cultura", añade Mataix.

"Creo que se pueden levantar en la actualidad fondos de entre 300 y 400 millones de euros para invertir en este mercado", señala Javier Loizaga.

Menos optimista se muestra Carlos Mallo, para quien España debe demostrar aún su capacidad para levantar fondos de un tamaño considerable. "No sé si tenemos la mejor fiscalidad", se pregunta. Para Nicolás Bonilla, el reto es incorporar más a los fondos de pensiones en la inversión".

### Salir de la compañía

Por último, la desinversión es el centro del negocio para las firmas de capital riesgo. La salida a bolsa, la venta a un grupo industrial, o al propio equipo directivo con apoyo de otro socio financiero suelen ser las fórmulas más habituales.

En opinión de Loizaga, el porcentaje de ocasiones en que se saca una empresa a bolsa como método para vender su participación está por debajo del 30%. "Esta industria no vive de la bolsa", señala. A juicio de Nicolás Bonilla, "la bolsa debería ser una fuente natural de desinversión, siempre que los requisitos para anunciar una OPV fueran menos estrictos".

Con la colaboración de

**Deloitte.**