

Presidente de ASCRI

1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector de capital-riesgo en nuestro país?

La actividad de capital-riesgo o capital-inversión ofrece unas magníficas perspectivas de futuro por las siguientes razones:

En primer lugar, se está produciendo un movimiento generalizado de concienciación político-pública, tanto en el ámbito comunitario como en el ámbito estatal y regional, en el sentido de considerar a la actividad de capital-riesgo como una herramienta básica para la potenciación, creación y mantenimiento de las PYME, siendo por otro lado éstas consideradas como la base principal de la economía de los países industrializados.

Este movimiento tiene unos efectos muy positivos para el sector, como son:

- Regulación más precisa.
- Medidas fiscales favorecedoras.
- Incremento de la difusión y captación de la actividad de capital-riesgo.
- Mayores y mejores contactos con la Universidad y con los centros y parques tecnológicos.
- Etcétera, etcétera.

En segundo lugar, se han producido dos factores exógenos que están contribuyendo poderosamente al desarrollo del sector, y me refiero concretamente a la bajada de los tipos de interés y a la entrada en vigor del euro.

La bajada de los tipos ha favorecido a las empresas en general, al mejorar éstas sus cuentas de explotación por disminución de sus gastos financieros, y además ha situado la remuneración de la renta fija a un nivel acorde con el riesgo asumido, permitiendo así al sector de capital-riesgo ser una alternativa real de inversión basada en sus expectativas de rentabilidad.

En cuanto al euro, de todos es conocido lo que supone la desaparición de los tipos de cambio en Europa, la moneda única, etc., y por tanto la repercusión positiva que puede tener en el sector a escala comunitaria.

En tercer lugar, y para terminar, la propia fuerza y dinámica que está demostrando el sector, con crecimientos anuales acumulativos del 20 por 100 en los últimos cuatro años, cifras éstas que se disparan en los dos últimos años.

Si a todo lo anterior unimos que el desarrollo de capital-riesgo en España se encuentra por debajo de la media europea, tanto en captación de fondos como en inversión de éstos, podremos afirmar que las perspectivas en España durante los próximos años son excelentes.

Como adelanto de los datos referidos a 1999 citaré:

1. Se sigue observando mucha actividad en el sector, tanto en la captación de nuevos fondos como en la propia inversión.

2. Si en 1998 cincuenta y una entidades integraban el sector, a finales de 1999 seguramente habrá más de sesenta entidades que se dediquen a esta actividad.

3. En 1998 los fondos captados para capital-riesgo alcanzaron 115.000 millones de pesetas. En 1999 es muy probable que superemos esta cifra.

4. En cuanto a las inversiones, en 1999, y visto el nivel de las inversiones realizadas en los primeros nueve meses del año, alcanzaremos probablemente una cifra entre los 60.000-75.000 millones de pesetas.

5. Los proyectos más demandados siguen siendo empresas en fase de crecimiento, Mbos, MBIs, etcétera..., pero también empiezan a interesar seriamente aquellos nuevos proyectos en fase semilla y arranque en sectores de "nuevas tecnologías".

2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?

Uno de los aspectos más controvertidos y relevantes dentro del proceso normal de actuación de una sociedad de capital-riesgo es la elección del momento y la forma de llevar a cabo una desinversión, cuando se han alcanzado ya los objetivos previstos. Las cuatro alternativas más comunes de desinversión son la recompra de la participación por parte del accionista mayoritario, la venta a terceros, la salida a Bolsa o, por último, la liquidación de la sociedad.

En España hasta 1996, la desinversión se realizaba normalmente vía recompra o bien vía venta a terceros. Las salidas a Bolsa eran prácticamente inexistentes,

aunque considerábamos que era el mecanismo perfecto para las entidades de capital inversión, ya que demostraba que la sociedad había crecido y madurado lo suficiente. En los últimos dos años, la situación ha cambiado radicalmente, y en 1998 las salidas a Bolsa representan el 28,1 por 100 del total desinvertido, frente al 1,3 por 100 en 1996.

DESGLOSE DE LOS MECANISMOS DE LAS DESINVERSIONES EN ESPAÑA

	TOTAL DESINVERTIDO (Porcentaje)		
	1996	1997	1998
Recompra	37,2	30,6	17,6
Venta a terceros	29,6	46,7	37,5
Mercado de valores	1,3	11,0	28,1
Liquidación de la sociedad . .	23,9	4,6	6,0
Otros	8,0	7,1	10,8

En Europa, y según datos facilitados por la EVCA (European Venture Capital Association), las desinversiones realizadas en 1998 a través del mercado de valores representan un porcentaje cercano al 20 por 100.

El resto de las desinversiones realizadas en España se reparte de la siguiente forma: recompra por las propios accionistas (17,60 por 100), venta a terceros (37,5 por 100), liquidación de sociedad (7 por 100) y otras formas (10,80 por 100).

3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

No es posible hablar de una política de inversiones única para el sector, y mucho menos pretender deliberar acerca de cuál es la política de inversiones más correcta.

No puede ser lo mismo la política de inversiones de un fondo que se dedica a realizar inversiones superiores a 1.000 millones de pesetas que la de un fondo que se dedica a invertir en el capital de empresas pequeñas y medianas en fase de iniciación. Cada entidad, en función de sus objetivos, tendrá determinada una política de inversiones que variará fundamentalmente de un fondo a otro.

Lo que sí estamos detectando desde la Asociación es una creciente tendencia, siguiendo el modelo europeo, hacia la especialización de las entidades de capital-riesgo. Así, por ejemplo, recientemente hemos asistido a la creación de fondos especializados en telecomunicación (Internet, Retevisión, Amena, Netjuice, etcétera) o en empresas de nuevas tecnologías, o de-

dicados exclusivamente a empresas en fase de desarrollo de tamaño suficientemente grande como para poder preparar su salida a Bolsa, etcétera, etcétera.

Para terminar, me gustaría enviar un mensaje de optimismo a todos los partícipes en esta actividad.

A los inversores en entidades de capital-riesgo, puesto que estoy convencido que a largo plazo van a obtener unas rentabilidades suficientes acordes con los riesgos asumidos.

A las empresas y los empresarios susceptibles de inversión por capital-riesgo, puesto que tienen a su alcance una herramienta financiera capaz de suministrarles los fondos propios necesarios para un desarrollo correcto de su actividad.

Y a las entidades financieras, ya que gracias a la participación de capital-riesgo en los capitales de las empresas, éstas presentarán unas estructuras de balance mas consolidadas, disminuyendo el riesgo bancario inherente a la financiación bancaria a corto y largo plazo.

OSCAR MARTÍNEZ-CUBELLS LEYUN

Director de Inversiones de Ahorros Corporación Desarrollo, S.A.

1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?

Un escenario de tipos de interés fluctuando en el largo plazo en el entorno de los niveles actuales es, sin duda, uno de los elementos claves para un desarrollo estable de nuestro sector. Para los inversores, favoreciendo la formación de fondos de capitales que buscan mayores rentabilidades que las proporcionadas por activos monetarios y acciones cotizadas. Tipos de interés altos, como los de los finales de los ochenta, desincentivaban a los inversores a destinar recursos a este sector.

Para las empresas, contribuyendo a su desarrollo al disponer de una financiación básica con un coste razonable. El crecimiento de las empresas suscita el interés de los fondos, que buscan de modo preferencial inversiones en empresas de mayor dimensión, atraídos por la combinación riesgo/rentabilidad que éstas proporcionan.

Otro elemento que contribuye a las favorables perspectivas de futuro es la propia madurez del sector en nuestro país. En los últimos dos años se ha cerrado una etapa inversora donde, lejos del enfoque inicial de promoción empresarial desde los fondos públicos o semi-públicos, ha madurado con éxito un modelo eficiente de gestión de inversiones basado en la búsqueda de rentabilidades para los fondos privados. Los mercados de valores, que han acogido recientemente desinversiones de empresas participadas por fondos e incluso sociedades de capital-riesgo, el hecho de que empresas de renombre hayan dado entrada a este tipo de inversores, o que grupos financieros o empresariales decidan desarrollar esta actividad, son señales de ello. Parece que se inicia, pues, un nuevo ciclo inversor donde los inversores, las gestoras, los profesionales de los ámbitos relacionados y los mercados financieros parten de un mayor grado de madurez, favorecedor de un desarrollo más rápido que el experimentado durante los primeros años en este sector.

Finalmente, disponer de una regulación adecuada es un aspecto esencial para el desarrollo del sector. La Ley 1/1999, de capital-riesgo, presenta un esquema más positivo y flexible que la anterior regulación, tanto en lo que se refiere a los incentivos para la formación de capitales destinados a esta actividad como a la ordenación en cuanto a la ejecución de operaciones de inversión

2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?

La desinversión en un horizonte determinado es una condición que diferencia la inversión desde su diseño y materialización hasta su fin y, en muchas ocasiones, limita las probabilidades frente a aquellos inversores, principalmente industriales, cuya perspectiva de permanencia no está definida.

En cualquier caso, el proyecto de desinversión es un asunto que debe estar previsto en el momento de la inversión, y en el que tiene que existir acuerdo sobre cómo abordarlo entre las partes que eventualmente estarán implicadas, como son los otros socios y/o el equipo directivo. Cada inversión tiene un enfoque distinto de salida, dependiendo, entre otras cosas, de la estrategia de la empresa, de la situación de su mercado y de la estructura y composición de la propiedad.

El tamaño de la empresa es clave de cara a afrontar la desinversión; salidas de inversiones en empresas de gran tamaño tenderán a planificarse en forma de OPV. En este sentido, las incógnitas serán

determinar cuál es la dimensión de la empresa idónea para los mercados en un horizonte de cuatro, cinco, o más años, y prever que ésta encaje con nuestra estimación para el tamaño de la empresa en la que se invierte en aquel momento. Cuanto menor es la dimensión de la empresa, los riesgos de liquidez son mayores, ya que las vías de desinversión se estrechan básicamente a dos alternativas: la venta de la participación a un comprador industrial o la venta a otro inversor financiero. En el primero de los casos, disminuiríamos los riesgos de liquidez en la medida en que se consiga ofrecer paquetes mayoritarios; la dificultad principal consiste en conocer las estrategias en el medio plazo de los grupos industriales potenciales compradores para adaptar la compañía a sus necesidades. En la venta a otro inversor financiero, el punto a superar es encontrar una valoración de salida que satisfaga la rentabilidad objetivo de entrantes y salientes.

El mercado donde actúa la empresa es condicionante también de la estrategia de desinversión. En principio, mayores cuotas de mercado o posición dominante en nichos de mercado asegurarán más interés por parte de los compradores. Sin embargo, la estructura de la industria influirá de modo importante en las alternativas de la transacción de venta; así, estructuras industriales muy atomizadas reducen las expectativas de venta, mientras que sectores en los que participan pocos jugadores habitualmente desarrollan mayor nivel de competencia en adquisiciones, ya que el apetito aumenta cuando se puede desestabilizar el equilibrio del mercado a través de una adquisición singular.

Un aspecto relevante en la evaluación del proyecto de desinversión es la diferenciación de la empresa respecto de sus competidores en el momento de salida. Ventajas competitivas inherentes a la empresa –no solamente su posición en el mercado, sino aspectos tanto tecnológicos como de productos o sistemas u organizativos– facilitarán la desinversión.

3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

La política de inversiones debe marcar las líneas de actuación del fondo con dos fines fundamentales: facilitar los procesos internos de toma de decisiones y definir el perfil externo de posicionamiento del fondo.

En mi opinión, el entorno de mercado en España y la estructura de la competencia recomiendan no establecer políticas rígidas que puedan producir la pérdida de oportunidades de inversión. Por ello, una política de inversiones debe tener flexibilidad en los criterios

de selección de inversiones en sus parámetros básicos (minoría/mayoría, período de desinversión, volúmenes mínimos y máximos a invertir...), sin que ello signifique indefinición.

Desde esta perspectiva de flexibilidad, el objetivo sectorial debe estar abierto: existirán buenas oportunidades de inversión, en cualquier sector, siempre con la óptica de estudiar la rentabilidad de cada proyecto de forma individual.

No obstante, la mayor competencia que se empiece a experimentar en el sector posiblemente llevará a establecer entre los operadores ciertas áreas de especialidad; en efecto, el socio industrial valorará más, entre otros aspectos, a aquellos socios financieros cuya experiencia sectorial o cartera presente o proporcione mayor valor al desarrollo de su negocio.

El grado de involucramiento durante la fase de "estancia" en la compañía constituye otro elemento fundamental en el enfoque de las inversiones. Los modelos a seguir (involucramiento activo/pasivo) se adaptarán a las circunstancias y marcha del negocio, así como a la fase en la que se encuentre la inversión (no es lo mismo comprar acciones de un negocio estable que aumentar el capital para abordar un proyecto de expansión). Por tanto, la actitud del inversor en el seguimiento también define su política de actuación. En mi opinión, la generación de valor en esta fase se relaciona con el grado de involucramiento, y horizontes de desinversión de medio plazo obligarán a una atención más activa a la empresa participada.

4. ¿Es comparable la situación española con la europea?

Una vez equiparados en cuanto a las variables básicas de convergencia con el resto de los países de la zona euro, dos aspectos son los que todavía hacen la situación española de la industria de capital-inversión muy distinta a la europea: la estructura empresarial, en lo que se refiere a la dimensión y la amplitud sectorial, y los aspectos culturales de gestión del empresario español.

La situación en Europa, con mayor amplitud de los sectores y con empresas de mayor tamaño que las españolas, es un reflejo de la situación actual y potencial de sus mercados. Esta situación también condiciona el desarrollo de los mercados de fusiones y adquisiciones de compañías no cotizadas, tanto en los aspectos cuantitativos (tamaño, valoraciones...) como en los cualitativos (estructura más organizada, agentes, prácticas, procesos...). Todo ello da lugar a un número

mayor de operaciones de tamaño y en distintas fases del ciclo de vida de la empresa.

En la medida en que la industria del capital-inversión alcance su madurez y se haga más conocida para los empresarios y las compañías familiares –es decir, se haya logrado más penetración dentro de la cultura empresarial actual–, se habrá dado un paso importante para el desarrollo del sector. Dentro de las alternativas básicas de financiación de proyectos se observa en ocasiones al socio financiero como más inconveniente para el desarrollo de la empresa o de su proyecto que las fuentes de financiación clásicas. Otro aspecto cultural, como el deseo por parte de algunos equipos directivos de acceder a la propiedad de las acciones de la empresa en que trabajan, es más habitual entre los gestores anglosajones que entre los españoles, sobre todo en empresas de tamaño mediano.

JAVIER LOIZAGA JIMÉNEZ

Socio Director de Mercapital Servicios Financieros

1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?

El sector del capital-riesgo/capital inversión se encuentra actualmente en el mejor momento de su breve pero intensa historia en nuestro país. Desde su nacimiento en la segunda mitad de los ochenta, la evolución del sector ha ido paralela y ha sido espoleada por el dinamismo y la maduración del tejido empresarial español, que en su mayor parte está formado por compañías familiares de pequeño y mediano tamaño. Esto debemos verlo desde un triple punto de vista: por un lado, el de las empresas y empresarios, crecientes receptores de esta fórmula de financiación; por otro, los ahorradores que alimentan con su inversión el sector, y por último, los operadores que canalizan los fondos del ahorro institucional y privado hacia la inversión en empresas en crecimiento.

Esta cultura del capital se está imponiendo entre empresarios y gestores de empresas medianas, y entre ahorradores y gestores de instituciones de inversión colectiva, en un proceso de clara convergencia con el resto de los mercados de nuestro entorno. Las empresas medianas se plantean cada vez con mayor valentía el ineludible reto de posicionarse en los mercados globales y aumentar su perímetro y masa crítica para poder competir en igualdad de condiciones.

Por su parte, el ahorro institucional diversifica cada vez más la inversión hacia segmentos de mayor perfil de riesgo en busca de una mayor rentabilidad. A su vez, los operadores con más de una década de experiencia en el sector han superado su curva de aprendizaje, madurando y definiendo su vocación y especialización dentro del sector.

Este círculo virtuoso de mayor demanda de capital-inversión provoca a su vez un aumento de la oferta, lo que se traduce en una mayor cultura del capital. En estos momentos, nos encontramos en un ciclo de mayor incremento de la oferta, que se compensará, en los próximos años, con un fuerte aumento de la demanda. Esta convergencia, que aun siendo clara no consigue reducir la distancia del sector en España respecto al resto de países europeos, dado el fortísimo crecimiento del capital-inversión en estos últimos, nos hace pensar que en los próximos años se producirá un aumento continuado de la demanda, una oferta cada vez más abundante y profesional, además de una mayor porción de ahorro institucional interno destinado al sector del capital-inversión.

2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?

La desinversión, fin último del capital inversión, que materializa el rendimiento del esfuerzo realizado en apoyo de la empresa, así como del riesgo soportado durante el ciclo de vida de la inversión, es un problema sólo cuando el mercado y la estructura de la economía subyacente no proporcionan mecanismos fluidos que la faciliten. El destino por excelencia de la desinversión en los mercados anglosajones es el mercado de capitales, de modo que en aquellos mercados donde las bolsas no están desarrolladas la desinversión del sector en su conjunto es problemática.

De hecho, la correlación entre el tamaño y dinamismo del sector del capital-inversión en un país (medido en términos de fondos globales en gestión, número de operadores y volumen de inversión anual) y la profundidad y desarrollo de su mercado de capitales (medido en términos de capitalización bursátil del mercado y volumen de OPVs de compañías medianas o de crecimiento) es contundente, y explica en gran parte las diferencias de desarrollo del sector en cada mercado. Y ello por ser también cierto que el crecimiento de ambos mercados, el del capital inversión y el de capitales, depende de factores comunes, de entre los que destaca la expansión y profundidad de la cultura del capital entre empresarios, gestores, instituciones financieras, ahorradores y administraciones públicas.

Cuando el mercado de capitales no proporciona un mecanismo fluido de desinversión, el inversor debe ajustar su estrategia, lo que supone un handicap añadido al desarrollo del sector. Este ajuste suele concretarse en dos aspectos:

1) Centrar la inversión en compañías más grandes y maduras, que están más cerca del tamaño aceptable para una desinversión en Bolsa. Esto perjudica la capacidad de financiarse de compañías más jóvenes y frecuentemente más dinámicas.

2) Alargar el horizonte de la inversión, dando tiempo a que una compañía más pequeña alcance el tamaño adecuado para una salida a Bolsa, lo que disminuye el atractivo del sector para el inversor institucional, que es reacio a renunciar a la liquidez de su inversión en un plazo demasiado largo.

De una u otra forma, sufre tanto el sector como las compañías más jóvenes y dinámicas.

En la práctica, en un mercado con desinversión problemática, el operador, que existe gracias al inversor institucional que le confía sus fondos en gestión, se ve obligado a tener muy presente la desinversión al término del proyecto. De esta manera, la sociedad de capital inversión debe incluso planificar el mecanismo alternativo de salida antes de decidirse a llevar a cabo una inversión.

3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

El espectro de políticas de inversión en este sector es muy amplio. Se puede decir que hay casi una política distinta para cada operador, en función de sus actitudes y aptitudes, de su visión de las oportunidades, y de su capacidad o voluntad de aportar valor en el proceso y en el juicio de cada inversión. A veces, las diferencias radican sólo en matices y otras en aspectos más fundamentales.

En general, las distintas políticas difieren en función de un amplio abanico de variables, tales como: a) el horizonte temporal esperado de la inversión, b) el tamaño objetivo de la inversión por empresa o de la empresa misma, c) el nivel de participación perseguido en el capital de cada empresa, d) la industria (s) y/o mercados y zonas geográficas objetivo, e) la fase de la empresa en su ciclo vital preferido, f) el objetivo de rentabilidad, tanto en nivel objetivo como en modalidad del rendimiento esperado, dividendos o plusvalías..., etcétera. La vocación y experiencia del operador, el entorno económico del momento y el mercado en el que opera,

así como la intensidad de la demanda de los inversores institucionales por una u otra política en cada momento, definen en conjunto las tácticas de cada operador.

En nuestro país, y en este momento de su desarrollo, algunas estrategias de inversión tienen más probabilidad de éxito que otras. La economía española y el tejido empresarial del país están hoy en "modo de crecimiento", y tienen por delante el reto de la globalización de los mercados mundiales y de su posicionamiento para competir en ellos. En este entorno, las empresas medianas deben centrarse en aumentar su masa crítica (tanto por crecimiento orgánico como vía adquisiciones), consolidar sus industrias respectivas y aumentar su competitividad.

El capital inversión es un eficaz y leal aliado para facilitar y financiar estrategias de crecimiento y consolidación sectorial, con horizontes de inversión de al menos cuatro/cinco años, y apostando por la reinversión constante de los beneficios en el propio desarrollo. El socio de capital inversión debe aportar también valor a la empresa en esta estrategia, con frecuencia arriesgada y novedosa para empresarios y gestores.

El mercado español no es aún lo suficientemente grande como para que las estrategias de especialización sectorial se extiendan; por otro lado, la inversión en empresas muy jóvenes o de nueva creación exige, todavía hoy, plazos de desinversión muy largos por falta de profundidad de los mercados de capitales. No obstante, existen algunas industrias que en nuestro país tienen mayor tradición y que gozan de ventajas competitivas en los mercados globales, como son el ocio, la hostelería y la restauración, el turismo, la alimentación y el sector servicios en general.

Un caso aparte son las industrias de tecnología, tecnologías de la información, telecomunicaciones, internet, etc., en las que el ciclo de negocio se acorta hoy de forma muy importante, por su fenomenal crecimiento y dinamismo, con lo que se diluye mucho el problema de la desinversión. En la actualidad, en España, como en el resto del mundo, asistimos a una explosión de las industrias de tecnología y de la financiación de sus proyectos con capital inversión.

4. ¿Es comparable la situación española con la europea?

Es perfectamente comparable en cuanto al potencial para el capital inversión, y en cuanto a la estructura social y económica subyacentes que permiten desarrollar este potencial. Estamos sin embargo aún

muy por detrás en su desarrollo, dado nuestro comienzo reciente, aunque veloz. De esta manera, la convergencia es imparable y se acelera cada día.

Para los próximos años, esperamos una gran aceleración de esta convergencia del sector y vaticinamos grandes crecimientos de los fondos captados en gestión e invertidos en el tejido empresarial, así como del número de operadores del mercado y de las posibilidades de desinversión en los mercados de capitales.

JOAN CARBONELL BRUIX

Director General de Catalana d'Iniciatives

1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?

En Catalana d'Iniciatives consideramos que desde hace unos años se ha incrementado el conocimiento de nuestro sector en España, viéndonos cada vez más los empresariales españoles a las empresas de capital desarrollo como una alternativa a los métodos de financiación habitual.

2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?

La desinversión es quizás el tema aún pendiente de resolución, debido fundamentalmente a que el mercado aún no está preparado para la compra/venta de porcentajes minoritarios de sociedades de tamaño pequeño/mediano. Aun con todo, se está trabajando en dicho aspecto, pudiéndose ver cada vez más cómo empresas de tamaño medio se lanzan al mercado bursátil español o mercados secundarios tipos NASDAQ, Nouveau Marché, etcétera.

3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

La política de inversiones más adecuada en nuestro sector es aquella que maximiza el binomio de máxima rentabilidad con riesgo acotado. Siguiendo con este aspecto, en Catalana d'Iniciatives se apuesta por la diversificación de sectores, apostando por los mercados en crecimiento sin dejar, en cualquier caso, de atender a empresarios concededores de sectores maduros que desean realizar operaciones de MBO o de MBI. También se apuesta por proyectos con perspectivas de alta rentabilidad, como son los de nuevas tecnologías.

4. ¿Es comparable la situación española con la europea?

La situación española, en cuanto al desarrollo del mercado de capital inversión, no es actualmente comparable a los mercados ya más desarrollados como el inglés o el francés; eso sí, estamos en una etapa de crecimiento para, quizás en un futuro no muy lejano, estar al mismo nivel de desarrollo que los mercados mencionados anteriormente.

JOSÉ ÁNGEL SARASA URTASUN

Consejero Delegado de Baring Private Equity Partners España, S.A.

1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?

Las perspectivas actuales del sector son francamente optimistas para los próximos 5-10 años. La actividad, que nació con fuerza a mediados de los años ochenta, tuvo una severa crisis entre 1992 y 1996, de la que se está recuperando con solidez. En los últimos años estamos teniendo crecimientos en los fondos disponibles para invertir más de 60.000 millones de pesetas (€366 millones) por año, y se espera que esta tendencia se mantenga en los años próximos.

Este crecimiento en los fondos disponibles está acompañado de una evolución similar en las inversiones. Además, están llegando operadores extranjeros con fondos ubicados en Europa y se están creando nuevas gestoras de capital español.

Quizá el aspecto más positivo de los últimos años ha sido el conocimiento de esta alternativa de financiación por parte del empresario, lo que provocará un notable aumento de las demandas de capitales, especialmente para el crecimiento y expansión de empresas. Este hecho significa que el entorno empresarial español está conociendo esta fórmula de financiación, que tiene una recepción muy positiva, y que la está incorporando en los planes estratégicos futuros.

Con la combinación de los tres factores –dinero disponible, nuevos operadores y conocimiento del sector por los empresarios– creo que se avecinan años muy interesantes y positivos, aunque nos costará llegar a los índices de fondos disponibles para invertir per cápita (España, €46 per cápita) en cuanto

a fondos disponibles para invertir que se están manejando en otros países como el Reino Unido (€748 per cápita), Francia (€228 per cápita), Holanda (€230 per cápita) y Alemania (€98 per cápita).

2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?

Éste es el aspecto más delicado de la actividad, tanto en España como en Europa, especialmente si lo comparamos con Estados Unidos. La desinversión más interesante para los inversores, por la rentabilidad que se obtiene, es la salida a Bolsa o a un mercado organizado. La existencia del NASDAQ ha proporcionado a Estados Unidos una notable ventaja.

El EASDAQ, que era la esperanza del sector en Europa, está teniendo un desarrollo más lento de lo esperado y es imprescindible su consolidación.

La Bolsa sufrirá notables cambios en los próximos años en España por la creación del nuevo (segundo) mercado o por el cambio de la estrategia del primero, que vendrá obligado por el posible pase a bolsas europeas de los 10-12 valores españoles que ya significan el 70 por 100 del volumen negociado. Esto abrirá posibilidades interesantes para las desinversiones de capital-riesgo.

En el corto y medio plazo, la principal fuente de desinversión serán las ventas estratégicas, especialmente a empresas cotizadas que necesitan crecer rápidamente y sólo pueden conseguirlo con eficacia a través de adquisiciones. Sin embargo, para que las empresas tengan un cierto valor estratégico, deben tener una muy alta cuota de mercado local o, como mínimo, operar en Europa. La actuación en varios mercados comienza a ser crítica para aumentar el valor de la compañía. Una sociedad de capital-riesgo que opere globalmente es un socio que aporta un gran valor a la empresa en que participa.

3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

Desde la perspectiva del inversor, la más apropiada es invertir en cualquier sector y que la inversión se realice como capital de expansión o desarrollo más que como sustitución de accionistas. Así, el dinero que se aporta crea valor rápidamente y genera oportunidades de desinversión más interesantes.

Ésta es una tendencia que están siguiendo todos los operadores, por lo que en el futuro habrá dificult-

tades en cuanto a capital disponible para *start-up* o primeras etapas, aspecto que, sin embargo, es importante para el desarrollo del país.

En cuanto a los sectores, España no parece un mercado muy apropiado para fondos sectoriales, salvo casos muy concretos. España es un mercado demasiado estrecho donde ningún sector tiene la suficiente dimensión para conseguir un adecuado equilibrio de inversiones que compense el riesgo. Sin embargo, jugando a nivel europeo, sí tienen sentido algunos fondos sectoriales.

En cuanto a las inversiones mayoritarias en el capital *versus* minoritarias, supone el eterno dilema de los gestores, ya que condiciona notablemente la desinversión. La tendencia más extendida es tomar posiciones mayoritarias que permitan actuaciones rápidas en la gestión, además de ventas más fáciles. Creo que invertir en minorías con buenos acuerdos de accionistas con el resto de los socios, y que estos acuerdos se cumplan, sería una buena solución para la actividad.

4. ¿Es comparable la situación española con la europea?

Respecto de los fondos disponibles, cuestión ya indicada en la primera pregunta, estamos muy lejos de lo que está ocurriendo en Europa. Todavía no se han incorporado los grandes proveedores globales de capital, como son los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Esperamos que en los próximos años lo hagan así porque, además, lo necesitarán ante la limitación de las inversiones convencionales con rentabilidad suficiente a medio plazo.

En cuanto a las nuevas tecnologías o tecnologías en general, España también tiene un déficit en comparación con Europa. No hay grandes multinacionales que realicen *spin-offs* del estilo de las que se hacen en Europa. La universidad tampoco está jugando el papel que le correspondería en cuanto a desarrollar *clusters* específicos por áreas o por zonas y promover la creación empresarial dentro de la propia universidad sobre proyectos de investigación concretos.

Además, el sector no está por la labor de invertir en estas compañías en España, salvo en sectores muy puntuales. Esta actuación puede afectarnos en el futuro, y el desarrollo tecnológico de la empresa española puede permanecer en niveles más bajos que el europeo.

En referencia a la capacidad de gestión, el capital-riesgo de España dispone de buenos gestores, perfectamente equiparables con los del resto de Europa, y se están incorporando permanentemente nuevos ejecutivos. No creo que tengamos diferencias significativas ni ahora ni en el futuro.

En las desinversiones también se nos presenta un cierto reto, ya que los nuevos mercados europeos están funcionando con bastante intensidad y en ellos se están dando las desinversiones más exitosas.

En resumen, creo que todavía hay que hacer un notable esfuerzo en todos los ámbitos para que podamos alcanzar el ritmo europeo en la actividad de "inversión en capital", aunque los avances en los últimos años han sido espectaculares.