

EL MERCADO SECUNDARIO DE CAPITAL RIESGO

1.- Características del mercado secundario

Consiste en la venta de fondos de capital riesgo o participaciones en empresas por parte del inversor primario a entidades financieras especializadas, en un momento posterior a la inversión inicial. Los fondos de capital riesgo crecieron tras la desaparición de la burbuja tecnológica con el cambio de siglo, al aumentar el interés por las inversiones alternativas, dada su baja correlación con las acciones. El mercado secundario de capital riesgo era un producto marginal en los años noventa; actualmente es una clase de activo que se estima en \$ 4 billones en Norteamérica.

En Europa, fuera del Reino Unido, ha tenido un desarrollo más tardío, paralelamente a la implantación de los fondos de pensiones. La razón es que la totalidad de la inversión en capital riesgo es sólo el 5% del patrimonio gestionado en fondos de inversión europeos.

Comparado con el mercado primario, el secundario produce una disminución de la volatilidad debido a sus características:

- Adquisición de inversiones en un estado avanzado del ciclo, evitando los riesgos y gastos de las fases iniciales.
- Diversificación sectorial y geográfica, mediante la adquisición de participaciones directas o indirectas en múltiples fondos o empresas.

2.- Los fondos de mercado secundario

Las entidades financieras especialistas en este mercado son gestores internacionales de grandes capitales aportados por bancos, cajas, compañías de seguros, fondos de todo tipo o grandes familias. Todos ellos utilizan esta categoría de activos como alternativa a las inversiones tradicionales cotizadas en mercados organizados, con el objetivo antes explicado.

Dichos fondos unen a un gran capacidad de inversión, la posibilidad de ofrecer soluciones a la medida de las necesidades del vendedor, ya que no tiene las restricciones de inversión habituales en los fondos primarios. En efecto, operaciones de \$ 500 millones sobre todo tipo de activos, son normales en Estados Unidos, y en Europa empezamos a ver operaciones complejas de € 200 millones.

A la hora de valorar carteras, las bases de datos empresariales de estos fondos, y sus relaciones con inversores, les permiten realizar estimaciones rápidas y realistas, evitando conflictos de intereses.

Un elemento fundamental de su actividad es la discreción. En cada operación deben tratar con participaciones en numerosas empresas, a menudo con lazos entre sí. Por ello, la confidencialidad es básica para cerrar con éxito una transacción. A diferencia del mercado de fusiones y adquisiciones, una operación no es publicada ni en la prensa financiera ni en la web correspondiente, salvo autorización expresa.

3.- Razones para acudir al mercado secundario

La causa fundamental para vender una cartera en el mercado secundario es la necesidad de liquidez del fondo. Secundariamente, la depuración de inversiones no estratégicas o la redistribución sectorial de las mismas.

Adicionalmente pueden considerarse:

- Exigencias de capital (Basilea II)
- Disminución de gastos de gestión y administración
- Reducción de la volatilidad de los ingresos
- Limitación del tiempo de existencia de un fondo
- Salida de fondos apalancados

4.- Descripción de las transacciones

El problema principal del gestor de un fondo de capital riesgo deseoso de vender todo o parte de su cartera, es que dicho objetivo no le aparte de su actividad principal. Por esa razón, estas operaciones suelen realizarse con un solo comprador, que permite no multiplicar el análisis de una cartera, que requiere estudios y consultas múltiples, por parte de numerosos fondos interesados, cuyos inversores pueden a su vez tener conflictos de intereses. En estos casos, la confidencialidad es difícil de mantener.

Actualmente, muchos gestores están interesados en crear nuevos fondos de capital riesgo con la nueva liquidez adquirida, en los que puede participar el comprador secundario. En efecto, algunas operaciones implican una salida sólo parcial de determinadas empresas, reinvirtiéndose participaciones y/o dinero en un nuevo vehículo que responde a una nueva estrategia, tanto por parte del vendedor primario como del comprador secundario.

La experiencia de los fondos de mercado secundario les permite realizar complejas valoraciones y transferencias de activos y dinero, en un período de tiempo razonable. En ocasiones, actúan como intermediarios del vendedor cerca de la dirección de empresas problemáticas, o con participaciones no desembolsadas o sometidas a cláusulas suspensivas o resolutorias.

5.- La negociación de venta

Toda venta de activos supone una ocupación adicional a la gestión cotidiana. Como hemos dicho, esta es una razón para no realizar una venta subastada. Otra es que, a menudo, un elevado precio inicial de los licitadores, acaba reduciéndose en el curso de la negociación. Además, ésta se prolonga en el tiempo

MB

PF

Moreno-Barberá Participaciones Financieras SLL

por efecto de las múltiples negociaciones paralelas, con la lógica agitación de los otros socios en las entidades participadas.

La recomendación de una única negociación se apoya en el consenso de vendedor y comprador sobre sus particularidades. Es raro el fondo de capital riesgo cuya cartera no sea el fruto de circunstancias históricas. Ello implica quiebras, fusiones o adquisiciones en las empresas participadas, desigualdades sectoriales, plusvalías o minusvalías futuras, pactos u opciones, pagos diferidos y compromisos de gestión.

Toda venta en bloque implica un descuento sobre el valor neto contable. Sin embargo, negociar con un fondo experimentado debe compensarlo, por el tiempo y el esfuerzo necesario para enajenar una a una cada participación. Es más, la intermediación del fondo secundario con alguna de ellas, debe producir una mejor salida para el vendedor, o al menos la posibilidad de elegir.

El proceso tiene cuatro etapas, que se inicia con un período de exclusividad de un mes:

- Verificación de la cartera a efectos de los criterios de inversión del comprador, y en caso afirmativo
- estudio de la documentación del fondo y/o empresas participadas, para establecer un precio orientativo al concluir la exclusividad, que de ser aceptado por el vendedor implica la autorización para
- la comprobación pormenorizada de los datos obtenidos de las empresas, tanto internos como externos al fondo, y conversaciones con la dirección de las mismas y los gestores del fondo, al objeto de dar un oferta en firme, que si es aceptada por el vendedor, lleva a
- la redacción de un contrato, el acuerdo de las partes sobre el mismo, y la transferencia del precio con el cambio de titularidad del fondo o empresas enajenadas.

Una vez cerrada la transacción, los fondos de mercado secundario internacionales suelen encargar la gestión del fondo adquirido a gestores locales, o transferir las participaciones compradas a sus vehículos de capital riesgo ya existentes.

En caso de falta de acuerdo durante este proceso, que no debe durar más de seis meses, salvo transacciones extremadamente complejas, se abre una nueva negociación, ya más específica, con otro fondo de mercado secundario, iniciada por otro período de exclusividad.

Madrid, 20 de Enero 2006