

¿Cómo afrontar con vigor



Cartera de Adara

(2º trimestre 2012)

EMPRESA	FECHA INVERSIÓN	ESTATUS
AlienVault	2008	ACTIVO
LoopUp	2006	ACTIVO
Cambridge Broadland	2007	ACTIVO
Genasys	2008	ACTIVO
Openbravo	2008	ACTIVO
Advanced Digital Design	2007	adquirida por Atmel
Eyesquad	2006	adquirida por Tessera
Elastix	2008	adquirida por eSilicon
Berggi	2006	vendida al fundador
Arquo	2007	vendida al fundador
Polymita	2006	vendida a los fundadores
Ecutronic	2005	liquidada
Illuminate	2006	liquidada

Fuente: Capital & Corporate

El fundraising nacional se va animando. Siete años después de su creación, Adara Venture Partners se encuentra en pleno proceso de levantamiento de su segundo fondo. Al venture capital le avala una TIR agregada del 75% con sus tres últimas ventas a multinacionales de Silicon Valley. Con optimismo cauto, confía en realizar un primer cierre a finales de 2012.

Adara Venture Partners nació en 2005, cuando no había muchas apuestas de venture capital en España.

Nicolás Goulet: Sí. En 2003 nos pusimos manos a la obra para levantar el primer fondo para invertir en empresas creadas en España y con una clara vocación internacional. Finalmente, logramos consolidar el vehículo en 2005 con el apoyo del FEI (Fondo Europeo de Inversiones) y Telefónica. Durante ese tiempo, estuvimos hablando con LP's y creamos un pipeline virtual de 10 posibles inversiones en firmas tecnológicas emergentes, de las que finalmente entramos en dos, una de ellas Genasys. Nuestro primer cierre se firmó el 18 de julio de 2005 con un capital de casi €40M y ejecutamos la primera inversión dos meses después. El cierre definitivo, con €50M, lo realizamos en marzo de 2006.

Su primer fondo de €50M ya está invertido, ¿cómo marcha el segundo?

NG: Sí, Adara Ventures SICAR (Adara I), finalizó su periodo de inversión en diciembre de 2008 y actualmente está en fase de maduración. Desde 2009, no hemos añadido nuevas empresas a la cartera. Cada año, su valor intrínseco se multiplica, por lo que no tenemos prisa en vender. Nuestro objetivo es avanzar en su crecimiento y maximizar su valor. Algunas participadas están haciendo rondas de financiación importantes, como la empresa de ciberseguridad AlienVault, que ha cerrado la serie C por valor de \$22,4M liderada por Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) y Sigma, con la participación de Trident Capital y Adara. La entrada de referentes mundiales en el sector TIC, supone la confirmación de que el tejido tecnológico español ofrece grandes oportunidades.

Nicolás Goulet
Alberto Gómez

Socios de
Adara Venture Partners



Alberto Gómez: Estamos muy activos en el fundraising y somos cautelosamente optimistas sobre la posibilidad de cerrar una primera fase del segundo fondo a finales de 2012. El tamaño objetivo de Adara II será similar al primero (€50M). Nuestras expectativas están basadas en la confianza de los inversores que tenemos en Adara I. Creemos que tendremos un primer cierre a final de año con muchos de los LP's actuales. Además, habrá un número limitado de nuevos inversores nacionales y algún nuevo accionista internacional.

En su primer vehículo, el 45% de los LP's estaban domiciliados en España.

NG: Sí, había un total de 24 LP's de los que un 70% eran institucionales y más de la mitad (55%) procedían de Europa (excluyendo España), EE.UU. y Latinoamérica. Ésa es la base sobre la cual vamos a construir el segundo fondo. Si logramos mantener el apoyo de la mayoría de los inversores el fondo ya tendría un importante carácter internacional. En el primer vehículo teníamos al Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y, con el segundo, es probable que esa partida se realice a través del fondo Neotec Capital Riesgo.

AG: En la coyuntura actual, los LP's

y valentía un fundraising?



Company	Product	Revenue	Profit	Market Share
ADARA	Software	10M	2M	15%
ADARA	Software	8M	1.5M	12%
ADARA	Software	6M	1.2M	10%
ADARA	Software	4M	0.8M	8%
ADARA	Software	3M	0.6M	6%

están sujetos a unas condiciones que, a veces, escapan a su control. A otros, les piden que creen escenarios de quitas a la deuda, en fin... El entorno macro es volátil y, lamentablemente, impone condiciones que escapan de nuestro control, pero no podemos quedarnos parados.

NG: La volatilidad del último semestre genera cierto temor hacia cualquier activo ilíquido. Al final, esto es una cuestión de asset allocation. Cuando la prima de riesgo se dispara de 300 a 500 pbs, cuesta firmar por un proyecto de inversión por 8 ó 10 años. Pero somos emprendedores perseverantes: debemos tener el coraje de salir e intentar convencer a nuestros inversores. Creemos que nuestra estrategia está más vigente que nunca: los costes en España seguirán bajos, por lo que es un momento muy propicio para aprovechar los recursos de ingeniería y exportarlos a Silicon Valley. El entorno macro es peor que en 2005, pero nuestra posición es mejor.

Nauta, Bullnet y Active han cerrado su segunda generación de fondos.

AG: Sí. Estoy convencido de que las posibilidades de invertir son mejores, porque esta crisis ha logrado que casi todos los emprendedores partan de una premisa inicial en sus proyectos: abarcar un mercado global, vender fuera de España, internacionalizarse, etc. Antes, muchos no se planteaban este aspecto como necesario para crear valor. Y, por otro lado, las reformas económicas recientes deberían contribuir a flexibilizar la capacidad que tienen las compañías de contratar y de gestionar sus gastos.

Han logrado tres casos de éxito con

la venta a compradores estratégicos.

AG: Hemos realizado 13 inversiones y, en cinco de ellas, ha habido reconocimiento de minusvalías (write-off), como parte inherente a nuestra actividad. Actualmente quedan cinco inversiones activas: AlienVault (seguridad en red), LoopUp (servicios y plataformas de colaboración profesional), Genasys (servicios de control de presencia y actividad en movilidad), OpenBravo (ERP Open Source) y Cambridge Broadband Networks (infraestructura de comunicaciones para redes móviles). Aunque todas mantienen diálogos constantes, no hay ningún proceso de venta abierto. Como decía, hemos logrado tres casos de éxito con la venta a multinacionales de Silicon Valley, en las que hemos obtenido una TIR agregada del 75%. En ADD Semiconductor, la firma de semiconductores para comunicación en redes eléctricas, obtuvimos una TIR del 60% con la venta a Atmel. Elastix, dedicada al diseño de circuitos de alta eficiencia energética, fue adquirida por eSilicon, y Eyesquad, la compañía de tecnología para microcámaras, fue vendida a Tessa. Otras dos participadas han acabado en liquidación y hemos salido de tres vendiendo nuestra participación a sus emprendedores, aunque las compañías siguen su curso.

Actualmente, ¿ven mucho potencial en su cartera activa?

NG: En conjunto, los ingresos de las cinco participadas crecen a un ritmo del 50% anual, con márgenes brutos globales de más del 65%. Es importante tener presente que nuestras participadas casi no utilizan deuda en su financiación.

En las imágenes superiores, pantallazos de dos de las webs participadas por Adara: Latest Intelligence y Openbravo

Siguen creando valor y están posicionadas como los casos de éxito anteriores. El horizonte de salida de esas empresas se situará entre los años 2013 y 2015.

AG: A nivel global, la facturación de nuestras participadas prevista para 2012 se sitúa entre \$80M y \$90M, con una plantilla media de 70 personas y facturación por compañía de unos \$17M. Además, el 95% de su valor está localizado en EE.UU., lo que compensa el riesgo país asignado a España y al euro. Siempre empezamos invirtiendo gran parte de nuestro capital en España pero, pasados varios años, la exposición de nuestras participadas a la economía doméstica es minoritaria. Sus fuentes de ingresos se globalizan y, a veces, los equipos gestores migran a Silicon

“ AlienVault ha cerrado la serie C por valor de \$22,4M liderada por KPCB y Sigma, dos referentes TIC a nivel mundial, lo que confirma que el tejido tecnológico español ofrece grandes oportunidades ”

Valley. En su mayoría, son empresas localizadas en Silicon Valley, aunque mantienen su I+D en España. Estamos trayendo al mercado productos bastante diferenciados, con unos economics muy claros, que buscan mejorar los capex o el opex del cliente en un sentido muy concreto. Al final, la clave de este negocio consiste en atraer recursos, personas, capitales y clientes. »

“ El tamaño objetivo de Adara II será similar al primero (€50M). Esperamos realizar un primer cierre a final de este año 2012 con muchos de los LPs actuales ”

» **¿En qué subsectores TIC centrarán sus inversiones?**

AG: Subsectores como software, electrónica, semiconductores, seguridad, movilidad y comunicaciones, que ocupan el 80%-90% de la cartera. Aunque también miramos proyectos de Internet o social networking, ponemos el énfasis en negocios relacionados con el Digital Enterprise. Para nosotros, son tan importantes el I+D y el producto como el propio modelo de negocio. Buscamos una propiedad intelectual potente y única que nos permita vender a un valor estratégico más que puramente financiero. Las empresas tecnológicas crean valor financiero cuando tienen unos ingresos que crecen al 50% y un margen bruto elevado, del 65% ó 70%. Son start ups que, en los primeros momentos, pierden dinero y, en etapas medias, gastan prácticamente todo lo que ingresan en crecer, más que en generar ebitda.

¿Qué características definen a sus emprendedores?

NG: Yo destacaría tres: la visión de crear un proyecto con un impacto global, la excelencia en la gestión y ejecución y la valentía, ya que hablamos de compañías con un riesgo inherente alto. La proporción de compañías que se caen en una cartera de venture capital es muy alta, probablemente la mitad. No hay que tener miedo al fracaso.

AG: Un cuarto requerimiento, para nosotros crucial, es que solo entendemos este negocio como un mercado global. Buscamos emprendedores y propuestas que puedan migrar o crecer fuera de España, pero manteniendo aquí el I+D y el desarrollo de productos, campos donde nuestro país sigue siendo muy competitivo. Fuera se exportan otras áreas como las de desarrollo de negocio, ventas y marketing. De este modo, ganamos visibilidad ante el mercado y ante potenciales compradores.

NG: No es que no creamos que no se puedan hacer exits en España, pero nuestros proyectos tienen aquí opciones más limitadas. Siempre buscamos multinacionales del sector como eventuales compradores. No solo en Latinoamérica, un mercado excelente al que se han

enfocado varias participadas, sino también hacia EE.UU.

Desde 2007, gestionan una facilidad de coinvertición junto a Neotec Capital Riesgo.

AG: En las series A, en el 50% de los casos hemos acudido en solitario, pero no nos gusta ser el único inversor ni el mayoritario.

NG: Actualmente tenemos 17 coinversores que han puesto \$100M en nuestra cartera, 10 de las cuales son venture capital tecnológicos globales como Kleiner Perkins (EE.UU.), Accel (Europe), GIMV (Holanda), Trident Capital (EE.UU.) Samsung Ventures (Corea), Amadeus Capital Partners (Reino Unido), Baytech (Alemania) o TVM (Alemania).

¿Cuáles son sus participaciones estándar y su ticket size?

AG: No solemos invertir en la etapa semilla (seed capital), sino cuando ya hay una empresa constituida y un equipo configurado, e incluso existe un producto que ya está en una etapa de demostración. En algunos casos, incluso el proyecto ya está generando algún ingreso. Nos gusta poder hablar con algún cliente y hacer una due diligence. La inversión en la serie A suele situarse en un rango entre €500.000 y €2M. En las series B y C se van incorporando nuevos inversores y protegiendo lo que tenemos.

NG: Podemos llegar a invertir €4M ó €5M por compañía a lo largo de varias etapas. Nuestras inversiones iniciales oscilan desde €250.000-€500.000 hasta €1,5M, la mayor de todas realizada en Eyesquad. La media de lo invertido por participada está entre €3M y €4M.

AG: Para nosotros, contar con entre el 20% y el 30% del capital es un porcentaje bastante cómodo, pero puede oscilar entre el 10% y el 40%, dependiendo del tamaño del sindicato inversor.

¿Qué retornos esperan obtener con su primer fondo?

NG: Cuando formulamos nuestro objetivo, éste era hacer 2x (duplicar el dinero) en la vida del fondo. Hay que



Recientemente, Alienvault, en la imagen, ha cerrado su serie C de \$22,4M liderada por KPCB y Sigma, dos referentes TIC mundiales

tener en cuenta que, en un fondo de €100M, los gastos a lo largo de la vida del vehículo representan entre un 18% y un 20% y, el otro 80% es capital productivo. Normalmente, se pierde un 30-40% en operaciones que fracasan y, el otro 40-50%, genera un retorno, así que necesitas recuperar 4-5x lo invertido en los buenos deals para llegar a 2x sobre el fondo entero. En cuatro años, obtendríamos una TIR del 20%. Ése es el mínimo objetivo.

AG: Necesitas tanto aquellas inversiones que generan 3x ó 4x, como la que despunta generando 10x ó 15x lo invertido. Todo esto permite que el fondo no sólo haga 2x, sino que se pueda ir a 3x.

NG: Un retorno del 20% en términos de TIR es, hoy por hoy, un resultado excepcional y, por lo tanto, necesariamente tiene cierto riesgo. Aquí no hay arbitraje, no es una receta sistemática.

¿Cómo están viendo al sector en España? ¿Habrá una criba importante?

NG: Los avances han sido importantes, empezando por la propia madurez de los emprendedores. Los inversores también han empezado a ver operaciones de éxito y ya no se plantean si existen oportunidades de inversión en este mercado, sino cuáles son los equipos mejor preparados para aprovecharlas.

AG: Poco a poco, el sector va teniendo su propio espacio en las carteras de inversión de los patrimonios familiares e institucionales.

NG: En mercados maduros, como Silicon Valley o el Norte de Europa ya se está viendo cierta criba. Aquí, en España, ningún venture capital tecnológico ha realizado todavía un ciclo completo, es decir, ha invertido y desinvertido todo un fondo. Además, hablar en términos de cómo encaja el performance de las firmas en los cuartiles, cuando existe un número tan reducido de operadores no tiene, de momento, mucho sentido.