



Padilla, 17
28006 Madrid
Teléfono: 91 745 84 48
Fax: 91 431 64 60

Madrid, 22 de octubre de 2009

Muy Sres. nuestros,

El objeto del presente escrito es atender el requerimiento con Nº de registro de salida 2009100317 enviado por la Dirección General de Mercados de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) el pasado 8 de octubre de 2009 y recibido por Dinamia Capital Privado SCR, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) el pasado 13 de octubre de 2009. Adjunto a este documento se incluye una copia de dicho requerimiento como Anexo I.

A continuación se exponen las argumentaciones a las cuestiones planteadas por la CNMV en el mencionado requerimiento.

En cuanto a las participaciones que han sufrido algún deterioro como consecuencia de su valoración mediante múltiplos de compra o múltiplos de comparables, las hipótesis asumidas, el impacto que tendrían cambios en las mismas y cuantificación de la diferencia que supone la aplicación de los citados métodos respecto a la utilización del valor teórico contable, tal y como se define en la norma 11ª de la Circular 11/2008.

En base a lo establecido en el apartado 3 de la norma 11ª de la Circular 11/2008; sobre la posibilidad de utilizar modelos y técnicas de valoración generalmente admitidos en la práctica; en el informe de valoración de la cartera de Dinamia se utilizaron principalmente dos criterios para la valoración de las compañías no cotizadas de la cartera establecidos por la European Venture Capital Association (EVCA) indicados a continuación:

1. Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables.
2. Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados de cierre de 2008

De estos criterios se otorgará como valoración de cada inversión el menor de ambos. No obstante, los criterios generales pueden ser variados en alguna de las valoraciones cuando, por las características particulares de la compañía participada o por la naturaleza de los datos recogidos, se introducirían distorsiones importantes en las valoraciones, empleando, en su caso, otros criterios también recogidos por la EVCA. En el caso de Dinamia, el método de valoración utilizado se aplica al total de la inversión, es decir, capital social mas préstamo participativo e intereses.

Las variables fundamentales que afectan a la valoración en los principales criterios antes descritos son, i) el EBITDA (resultado operativo antes de intereses, impuestos y amortizaciones); ii) el múltiplo Enterprise Value/EBITDA; iii) el descuento por iliquidez; y iv) la deuda financiera neta. Los



Padilla, 17
28006 Madrid
Teléfono: 91 745 84 48
Fax: 91 431 64 60

incrementos en las variables i) y ii) incrementan la valoración, mientras que en las variables iii) y iv) la disminuyen, y viceversa.

La característica fundamental de estos métodos de valoración (internacionalmente aceptados) es que son sensibles a los resultados operativos (EBITDA) del año, frente a la estabilidad de otros métodos de valoración, como el del valor teórico contable, que tiene en cuenta las aportaciones de los socios más los resultados históricos no distribuidos de la compañía.

Las participaciones que han sufrido algún deterioro al 31 de diciembre de 2008 como consecuencia de su valoración por métodos de múltiplos se detallan a continuación:

	Correcciones por deterioro
Limestone Spain, S.L	9 847
Colegios Laude, SL	4 016
Colegios Laude II, SL	370
HP Health Clubs Iberia, S.A	1 337
The Beauty Bell Chain, SL	8 375
Leucordia, S.L	5 577
Bestin Supply Chain, S.L	6 700
Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.	3 146

En el siguiente cuadro se incluye la cuantificación de la diferencia que supone la aplicación de los métodos de valoración anteriormente mencionados respecto a la utilización del valor teórico contable para las compañías indicadas.

Sociedad participada	Porcentaje de participación	Fondos reembolsables (a)					Valor Teórico Contable ¹	Valoración ²	Diferencia
		Capital	Reservas	Resultados del ejercicio	Otros	Total			
Bestin Supply Chain, S.L.	42,01%	1.595	14.356	(2.215)	(694)	13.042	5.479	0	(5.479)
Colegios Laude, S.L.	44,94%	893	(3.152)	(4.498)	-	(6.758)	0	0	0
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L.	45,30%	-	-	-	-	1.433	649	0	(649)
HP Health Clubs Iberia, S.A.	20,61%	900	2.074	(14.137)	29	(11.134)	0	478	478
Leucordia S.L.	32,02%	2.090	13.064	(13.105)	-	2.049	656	1.115	459
Limestone Spain, S.L.	37,68%	2.302	23.269	(2.347)	(502)	23.224	8.750	0	(8.750)
The Beauty Bell Chain, S.L.	14,35%	986	66.283	(8.974)	-	58.295	8.365	0	(8.365)

¹ Valor Teórico Contable no ajustado por plusvalías y minusvalías tácitas. La inversión de Dinamia se realiza en la Newco.

² Valoración del Equity invertido según el Informe de Valoración de Activos a 31 de diciembre de 2008. No incluye valoración de los préstamos participativos en su caso.



Padilla, 17
28006 Madrid
Teléfono: 91 745 84 48
Fax: 91 431 64 60

Método aplicado en la valoración de la participación y del préstamo participativo en Bestin Supply Chain que justifica que el valor otorgado a la participación sea cero, mientras el préstamo participativo se ha mantenido a su importe nominal, en 6.700 miles de euros.

El método de valoración de la inversión en esta compañía es el resultado de deducir del coste de adquisición el importe de las correcciones valorativas por deterioro tal y como dicta la Norma 11ª de la Circular 11/2008 de la CNMV.

Dado que se trata de una inversión clasificada como capital inicio, se ha procedido a efectuar correcciones valorativas por deterioro en función del grado de incumplimiento del plan de negocio de la inversión y otros indicadores de actividad, los cuales se estimaron en aproximadamente un 50% del total del capital invertido (6.700 miles de euros).

Atendiendo el orden de prelación de los instrumentos financieros y al crédito frente a terceros que estos otorgan, la Sociedad ha establecido la política de comenzar deteriorando la inversión en el capital de las inversiones y si el deterioro es superior a este, comenzar a deteriorar los intereses de los créditos participativos y por último el principal de los mismos.

Método aplicado en la valoración de la participación en Xanit – anteriormente valorada en 6.300 miles de euros- que justifica que el importe recuperable de la participación al 31 de diciembre de 2008 ascienda a 1.115 miles de euros.

Para el caso de Xanit se ha seguido el mismo proceso que para el anterior de Bestin: i) estimación del importe deteriorado en función del grado de cumplimiento del plan de negocio y otros indicadores de actividad y ii) asignación de este deterioro a la cantidad de equity adquirido en primer lugar, y si el deterioro fuera mayor que el equity, deteriorando los intereses y el principal del préstamo participativo.

Método empleado para calcular el importe recuperable de la inversión en Émfasis – cuyo importe en libros es de 3.146 miles de euros – y del préstamo participativo – cuyo importe en libros es de 6.902 miles de euros –.

Como resultado de la aplicación a Emfasis de los dos principales métodos de valoración (múltiplos de compañías cotizadas comparables y múltiplos de adquisición), el valor de la misma era muy próximo al importe del principal del préstamo participativo concedido por Dinamia a dicha sociedad (4.967 miles de euros).

Dado el importe de la diferencia entre el coste de adquisición de la inversión (equity más préstamo participativo e intereses) y su valor razonable (el resultante de la aplicación de los métodos de múltiplos) y el periodo de tiempo en el que esta diferencia se mantenía (desde finales del ejercicio 2007), dicha diferencia se consideró como deterioro de la inversión.

De este modo, y siguiendo el criterio de orden de deterioro de los instrumentos financieros definido anteriormente, se procedió al deterioro de la totalidad del equity invertido en Emfasis (3.146 miles



Padilla, 17
28006 Madrid
Teléfono: 91 745 84 48
Fax: 91 431 64 60

de euros) más la diferencia entre el coste del préstamo participativo más los intereses devengados por el mismo menos el valor razonable de la inversión en Emfasis ($6.902 - 4.967 = 1.935$).

Justificación de cómo se ha realizado el análisis del importe recuperable del préstamo participativo otorgado a Bodybell – cuyo importe en libros es de 12.210 miles de euros –, teniendo en cuenta que, de acuerdo con la valoración por múltiplos a la que se hace referencia en las cuentas anuales, el valor de la participación es nulo y que en la tabla resumen del informe de valoración elaborado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. publicado con fecha 4 de marzo de 2009, se otorga al préstamo un valor nulo.

Explicación de la diferencia entre el importe del préstamo participativo que figura en el informe de valoración – 13.319 miles de euros – y el que se incluye en la memoria de las cuentas anuales – 12.210 –.

En la valoración de la participación de Dinamia en Bodybell se ha aplicado el método de valoración mediante múltiplos de compañías comparables. Siguiendo este método se otorga a la inversión un valor nulo (dado que el Enterprise value de la compañía es inferior a la deuda neta de la misma). Por otro lado, en los estados financieros de Dinamia figura registrado en el activo un saldo de 12.210 miles de euros en concepto de préstamo participativo y 5.030 miles de euros como participación en el equity (capital y prima de emisión) de Bodybell, siendo la cantidad conjunta 17.240 miles de euros.

Por otro lado, como consecuencia del proceso de reestructuración societaria y financiera realizado en esta sociedad en diciembre de 2006 se registró en Dinamia una plusvalía a distribuir en varios ejercicios por importe de 17.220 miles euros, que figuran registrados en el epígrafe de “Otros pasivos no corrientes” del pasivo del balance de situación de las cuentas anuales correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2008 que pasarían por la cuenta de Pérdidas y Ganancias en el ejercicio en el que efectivamente se produzca la enajenación de esta inversión.

De esta manera, si al 31 de diciembre de 2008 se hubiese enajenado la inversión en Bodybell por un importe igual al de su valoración (0 miles de euros), Dinamia habría dado de baja el importe de sus inversiones netas registradas en el activo de la Sociedad (17.241 miles de euros) con adeudo a la cuenta ingresos a distribuir en varios ejercicios den el epígrafe “Otros pasivos no corrientes” del pasivo de la Sociedad.

La diferencia entre el importe participativo según el informe financiero anual y según el informe de valoración se compensa con la diferencia de signo contrario entre el importe de la inversión neta en equity según el informe financiero anual y el informe de valoración. Se adjunta un cuadro explicativo de lo descrito en este párrafo:



Padilla,17
28006 Madrid
Teléfono: 91 745 84 48
Fax: 91 431 64 60

<i>miles de euros</i>	<u>Inf. Fin. Anual</u>	<u>Inf. Valoración</u>	<u>Diferencia</u>
Equity	5.030	3.922	1.108
Prest. Participativo	12.210	13.319	(1.109)
Total	17.240	17.241	(1)

Cuando el criterio de valoración empleado para calcular el importe recuperable de las participadas señaladas anteriormente no sea el valor teórico contable corregido en el importe de las plusvalías o minusvalías tácitas, deberán desglosar la diferencia que se genera por no utilizarlo de acuerdo con lo establecido por la norma 11ª de la Circular 11/2008.

Ver cuadro desglosado en la página 2 del presente documento.

Sin otro particular les saluda atentamente,

Federico Pastor Arnauda
Consejero Delegado de Nmás1 Capital Privado, SGEGR, S.A.
Sociedad Gestora de Dinamia Capital Privado, SCR, S.A.