

N+1

Capital Privado

Comisión Nacional
del Mercado de Valores
REGISTRO DE ENTRADA
Nº 2011121694 22/09/2011 12:09



Comisión Nacional del Mercado de Valores
Departamento de Informes Financieros y
Corporativos

Madrid, 16 de septiembre de 2011

Muy Sres. nuestros,

En relación con su carta de fecha 21 de julio de 2011 y número de registro de salida 2011102423 de la que adjuntamos copia como anexo 1, a continuación enviamos las aclaraciones solicitadas en la mencionada carta.

En el punto 1.1 se solicita el valor de la inversión en Electra Partners Club 2007 LP (en adelante Electra) en libras esterlinas y euros a cierre de los ejercicios 2008, 2009 y 2010, el precio de adquisición de las participaciones y el número de participaciones.

En el cuadro que se muestra a continuación se detalla la información solicitada:

Electra Partners Club 2007 LP					
	Valor de la inversión GBP	Tipo de cambio	Valor de la inversión EUR	Precio de adquisición GBP	Número de participaciones
31/12/2008*	2.238.113,00	0,9525	2.349.987,51	2.960.000,00	2.960.000,00
31/12/2009*	940.985,00	0,8881	1.059.548,47	3.060.000,00	3.060.000,00
31/12/2010*	987.537,00	0,86075	1.147.298,29	3.141.000,00	3.141.000,00

* información disponible a fecha de elaboración de las cuentas anuales de Dinamia para cada ejercicio: 30/09/2008, 30/09/2009 y 30/09/2010 respectivamente.

En este mismo punto 1 se hace referencia al posible deterioro de la inversión si la valoración ha caído más de un 40% con respecto a su precio de adquisición y si el plazo durante el que se encuentra en esta situación es superior a 18 meses. Dinamia considera que la inversión no está deteriorada puesto que a 30 de junio de 2011 la minusvalía no realizada se encuentra por debajo del 40% de su coste de adquisición.

Además, existen otros motivos por los se considera que la inversión no está deteriorada.

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

1. Se trata de una participación en una entidad de capital riesgo en sus primeros ejercicios de actividad. Como consecuencia de esto la cartera está compuesta por muy pocas inversiones y la corrección del valor de una de ellas afecta de forma muy significativa a la valoración total. Sin embargo, esto no significa que no exista posibilidad razonable de recuperación de las aportaciones realizadas hasta ahora por Dinamia Capital Privado, puesto que, al estar en sus primeros ejercicios de actividad, aún no se han ejecutado la mayor parte de las inversiones previstas y la rentabilidad de estas inversiones puede cubrir la pérdida de valor acumulada hasta ahora.
2. Las expectativas de los gestores de Electra en relación con las inversiones en cartera son buenas en cuanto a la rentabilidad de las mismas.
3. Antes de la formulación de las Cuentas Anuales de 2010 de Dinamia los partícipes de Electra fueron informados de que se estaba cerca de alcanzar un acuerdo para realizar dos nuevas inversiones. Estas inversiones se han ejecutado finalmente durante el segundo trimestre de 2011. A 30 de junio de 2011, se han realizado ajustes por valoración positivos de 236 miles de euros y, como consecuencia de las inversiones antes mencionadas, altas de aproximadamente 2.387 miles de euros.

No obstante, a cierre de ejercicio, la entidad analizará la valoración de su participación en el fondo y, si se evidencia un deterioro procederá al registro del mismo en sus cuentas anuales.

En el punto 2.1 se solicita precisar de manera más específica cuándo se considera que existen evidencias objetivas de que el valor en libros de una inversión en una empresa asociada no es recuperable.

A la hora de determinar el importe no recuperable de una inversión se tienen en cuenta otros parámetros, la mayoría de ellos también recomendados por la EVCA aparte de la aplicación estricta de los criterios explícitamente expuestos en las notas de la memoria como son el horizonte de la inversión, los planes de negocio previstos para los próximos ejercicios, eventos coyunturales que pueden afectar al negocio de la participada en un ejercicio en concreto, etc. De hecho en la propia nota de la memoria se indica que los criterios de valoración pueden ser variados para evitar distorsiones en el valor razonable. Por este motivo, se utilizan un conjunto de variables a la hora de considerar si una inversión está deteriorada o no. Esto supone además que los métodos de cálculo utilizados en el Informe de Valoración y las Cuentas Anuales no sean los mismos para todas las inversiones. El Informe de Valoración trata de reflejar el valor de la cartera a la fecha de cálculo, cuál sería el valor de la cartera en el hipotético caso de que se procediera a su venta en esa fecha. Sin embargo, esto no significa, en el caso de aquellas compañías cuya valoración en el Informe de Valoración es inferior a su coste, que en el momento de la desinversión (varios meses o años después) no se espere recuperar al menos ese coste.

En el punto 2.2 se solicita justificar los motivos por los cuáles la participación en Bodybell no se ha deteriorado completamente a pesar de valorarse a 0.

En el caso de la participación en Bodybell, existe una partida en el pasivo en concepto de ingresos a distribuir en varios ejercicios por el importe de su valor en el activo neto de deterioros. El importe neto de estas dos partidas es aproximadamente 23 miles de euros, importe que se considera no significativo. Esta partida se registra en 2007 cuando Dinamia recupera 17 millones de euros de su inversión en Bodybell aunque se considera, teniendo en cuenta la valoración de la inversión, que es un importe que no se debe registrar como ingreso hasta el momento de la desinversión.

En el punto 2.3 se solicita justificar porque en la inversión en ZIV Aplicaciones y Tecnología no se han utilizado los parámetros seguidos por la EVCA.

Existen dos motivos por los que los criterios explícitamente expuestos en la nota 4.c) de la memoria sino el método explicado en las nota posterior en relación con ZIV Aplicaciones y Tecnología.

En primer lugar los resultados de la compañía durante los ejercicios 2009 y 2010 han sido anormalmente bajos comparados con los de ejercicios anteriores y con el plan de negocio para el ejercicio 2011. Por este motivo, se ha buscado reflejar, mediante una media de tres ejercicios, los datos que se consideran recurrentes en esta compañía.

En segundo lugar, si no se producen cambios significativos en la participada o en el mercado, no se plantea la desinversión a corto plazo por lo que el factor tiempo y el plan de negocio previsto son dos variables a tener muy en cuenta.

Por ambos motivos, se ha considerado, a la hora de calcular el deterioro de la inversión, que se debería buscar un método alternativo que refleje fielmente el importe que se estima recuperable en el momento de la desinversión. Este método, que está de acuerdo con los criterios manifestados por EVCA, consiste en calcular un EBITDA que se pueda considerar recurrente para la compañía sobre el que aplicar el múltiplo.

No obstante, en el difícil entorno económico en el que se mueve la compañía, la evolución negativa de los resultados de la compañía durante el primer semestre, vinculado al sector en el que opera, así como de la reestimación de las previsiones para el cierre de este ejercicio, y posteriores se ha considerado que el método de múltiplos de EBITDA actual, arroja en estas circunstancias una valoración aún más conservadora dotándose una provisión a 30 de junio de 2011 de 3.162 miles de euros.

En el punto 2.4 se solicitan los motivos por los que en High Tech Hotels & Resorts, S.L. no se ha seguido la metodología propuesta por la EVCA para calcular el valor de esta inversión.

Como se ha comentado anteriormente, se han utilizado otros criterios, también aceptados por la EVCA, para calcular la valoración. Se está teniendo en cuenta el momento previsto para la desinversión y en el caso de High Tech esta previsión es el año 2013. Puesto que la participada dispone de un plan de negocio revisado por un experto independiente y utilizado por terceros en el momento de alcanzar un acuerdo para la refinanciación, se ha considerado la información que arroja el mencionado plan de negocio como una previsión razonable de la situación en el ejercicio 2013. Asimismo se ha considerado oportuno realizar un ajuste a la baja del 15% sobre el plan de negocio utilizando un criterio de prudencia, obteniendo así una valoración más conservadora. Como es lógico, esta valoración se actualiza en función de la evolución del plan de negocio.

Durante el primer semestre se ha observado que los resultados de la compañía en el ejercicio 2011 se sitúan por debajo del plan de negocio por lo que se ha tomado la decisión de utilizar los métodos de múltiplos sobre EBITDA para calcular el deterioro de esta participación. Así el deterioro registrado a 31 de junio de 2011 asciende a 5.075 miles de euros.

En el punto 2.5 se solicita aclarar que importe es el correcto en la valoración de HP Health Clubs Iberia y porqué, en función de cuál es el importe correcto, o bien no se utiliza el cálculo de N+1 Capital Privado o bien no se ha deteriorado la inversión.

El párrafo mencionado en el requerimiento, que aparece en la página 34 de la memoria, debería hacer referencia únicamente al importe 4.522.926,50 euros.

El cuadro de la página 32, se adjunta subsanado a continuación:

HP Health Clubs Iberia, S.A.	4.522.926,50
Valor nominal	7.256.000,00
Intereses devengados acumulados	3.476.148,32
Deterioro	- 6.209.221,82

En el punto 2.6 se pide justificación de la utilización del valor teórico contable para valorar Grupo Gestión Integral Novolux Internacional, S.L. y porque se ha dejado de aplicar el método de múltiplos de entrada desde las cuentas anuales de 2008.

Como en el caso de otras participadas se ha realizado un cálculo basado en información de terceros debidamente revisada, en este caso, el patrimonio neto de las cuentas anuales auditadas, para obtener una valoración que permitiera obtener el posible deterioro de la inversión. Siempre teniendo presente que actualmente existen situaciones coyunturales que pueden afectar a la valoración de la participada en un ejercicio concreto. Que la valoración reflejada en el Informe de Valoración a 31 de diciembre de 2010 sea inferior a su coste no significa obligatoriamente que en el momento de la desinversión no se estime recuperable al menos el valor razonable por el que está reconocida la inversión.

El motivo del cambio de método de valoración está relacionado con lo anteriormente expuesto, se ha considerado que la valoración por múltiplo de entrada no reflejaba correctamente el deterioro de la inversión porque utiliza un múltiplo de una operación realizada en diferentes circunstancias de mercado y sobre los resultados de la compañía afectados por otra situación económica.

No obstante, dada la evolución negativa de los resultados de la compañía durante el primer semestre, así como de las previsiones para el cierre de este ejercicio y posteriores se ha vuelto a utilizar los métodos de múltiplos sobre EBITDA que en esta circunstancia arrojan una valoración más conservadora dotándose una provisión a 30 de junio de 2011 de 8.616 miles de euros.

En el punto 3.1 se solicita la justificación de las diferencias entre la Valoración Equity y Valoración Préstamo Participativo en el cuadro de la nota 7 que registra las diferencias de valoración entre el método utilizado en las cuentas anuales y el VTC.

Las diferencias se justifican por que en los casos en los que existe plusvalía ésta se registra en cuentas de orden agregando lo correspondiente a Valoración Equity y Valoración Préstamo Participativo, y por tanto no aparece en los cuadros de desglose de la nota 7.

Los subíndices no deberían aparecer puesto que no hacen referencia a ninguna nota.

En el punto 3.2 se solicita la remisión del cuadro de la nota 7 con los errores subsanados en caso de que existan.

A continuación se incluye el cuadro subsanado.

2010

Miles de euros

Sociedad participada	Porcentaje de participación	Total Patrimonio Neto (Anexo 2)	Valor Teórico Contable	Valoración Equity	Diferencia	Valoración Préstamo Participativo
Colegios Laude, S.L.	49,27%	-18.120	-8.928	-	-8.928	-
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L.	44,90%	1.162	522	840	-318	8.149
HP Health Clubs Iberia, S.A.	21,33%	-37.481	-7.995	-	-7.995	4.593
Xanit Health Care Management, S.L.	32,85%	-22.034	-7.238	-	-7.238	-
Alcad, S.L.	37,68%	16.622	6.263	-	6.263	-
The Beauty Bell Chain, S.L.	14,35%	-96.164	-13.800	-	-13.800	-
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	26,00%	12.918	3.359	10.447	-7.088	-
Serventa, S.L.	48,82%	5.530	2.700	13.305	-10.605	-
ZIV Aplicaciones y Tecnología, S.L.	37,25%	17.807	6.633	4.396	2.237	5.196
Segur Ibérica, S.A.	17,86%	76.372	13.640	12.744	896	115
MBA Incorporado, S.L.	36,74%	80.309	29.506	15.533	13.973	20.234

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.