

Fondos de crédito: una nueva fuente de financiación para las empresas

En los últimos meses se han anunciado en España varias iniciativas de lanzamiento de fondos de crédito orientados a la financiación empresarial. Estos fondos pretenden proporcionar una fuente de financiación complementaria a los productos bancarios, en un contexto en el que la concentración de entidades financieras, la nueva regulación y el deterioro que aún persiste en los balances del sector bancario, continuarán limitando la capacidad de las entidades para proporcionar financiación a largo plazo a las empresas. En el presente artículo pretendemos analizar la oportunidad que los fondos de crédito suponen para las empresas y para los inversores.

Pablo Mañueco

Las últimas estadísticas publicadas por el Banco de España sobre evolución del crédito bancario a empresas no hacen más que constatar los ya consabidos problemas de financiación corporativa, con un volumen de concesión que, aunque lleva repuntando ligeramente desde septiembre del 2013, sigue en niveles mínimos desde el inicio de la crisis. El proceso de desapalancamiento bancario parece que no frena, por lo que las empresas deben buscar necesariamente fuentes de financiación alternativas.

La empresa española tiene una estructura financiera que se compone casi a partes iguales de fondos propios y fondos ajenos. El aspecto de mayor riesgo es el origen de esta financiación ajena, que ayuda a comprender la preocupación existente en torno a la capacidad de acceso a crédito de las empresas. La distribución de los fondos ajenos muestra que las empresas tienen una muy alta dependencia de la financiación de entidades bancarias, alrededor de un 70%. El resto hasta cubrir el total de fondos ajenos se encuentra en la financiación de carácter comercial (proveedores, que representan un 25%) y en muy menor medida, emisiones en los mercados de capitales (apenas un 2% del total de fondos ajenos), que está restringido a las grandes empresas cotizadas.

La financiación bancaria a empresas medianas y grandes se verá condicionada negativamente por tres grandes focos:



1. El contexto regulatorio

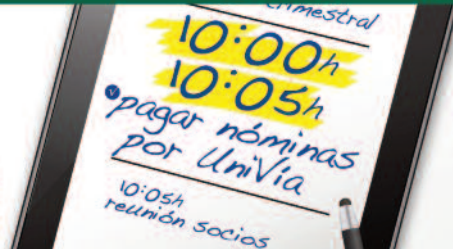
- La regulación impulsada por los nuevos desarrollos de Basilea tiende a incrementar los consumos de capital y las exigencias de garantías, controlando aumentos excesivos de los balances de las entidades.
- Se persigue reforzar la financiación de carácter minorista (consumo, hipotecas, empresas de pequeño tamaño).

2. El contexto competitivo

- La experiencia muestra que los procesos de concentración tienden a reducir la concesión de crédito a empresas, debido a la concentración de riesgos sectoriales y de empresa que pueda suponer la integración de entidades con coincidencia de clientes, y a la focalización del grupo integrado hacia los segmentos con menor consumo de capital.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, hoja MA-111580, folio 1, inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



3. El saneamiento incompleto de los balances

- En un entorno de elevada morosidad (previsiones Afi de 13,9% en 2014 y de 13,4% en 2015), la ausencia de crecimiento significativo de los beneficios no permite atisbar un crecimiento de los balances y con ello, una pronta recuperación del crédito.

Este entorno provocará que la banca continúe viendo limitada su capacidad de invertir, especialmente en los plazos medios y largos de la curva, abriendo una oportunidad a prestamistas no sujetos a regulación y con balances saneados.

La regulación penaliza los ratings de grado especulativo (inferior a BBB-) y los plazos medios y largos de las financiaciones sobre el consumo de capital. Así, el análisis de la ponderación de riesgo de diferentes ratings y plazos muestra una elevada sensibilidad al riesgo de crédito (rating) de la financiación subyacente, y un aumento exponencial de la ponderación por riesgo a medida que se incrementa el plazo.

En la medida en que las empresas españolas se sitúan mayoritariamente en niveles de rating de grado especulativo, la penalización en la financiación a largo plazo a empresas medianas y grandes para los bancos será relevante en términos de consumo de capital. En este sentido, la financiación de fondos de crédito, no sometidos a estas restricciones regulatorias, se configura como una alternativa claramente complementaria a la bancaria, y de hecho puede servir para cubrir los huecos a los que más les cuesta llegar a las entidades.

¿QUÉ TIPO DE FINANCIACIÓN PROPORCIONAN LOS FONDOS DE CRÉDITO?

Los fondos de crédito se sitúan entre la financiación bancaria tradicional y la inversión en capital, distinguiendo tres grandes categorías (dentro de las cuales se pueden encontrar múltiples sub categorías):

- Deuda *mezzanine*, con un binomio rentabilidad riesgo más cercano al capital que a la deuda.
- Deuda subordinada, en la que el fondo se sitúa después de los prestamistas senior en el orden de prelación de acreedores.

- Deuda senior, con una estructura similar a los préstamos bancarios, pero con un posicionamiento en los tramos de largo de la curva (4-7 años), lo que en la práctica supone una subordinación estructural del fondo a los prestamistas bancarios con vidas medias de la deuda menores.

Las operaciones se pueden originar de manera directa o sindicada, y los recursos de los fondos de crédito puede ir orientados a distintos tipos de operaciones, como refinanciaciones, reorganización de *pools* bancarios, adquisiciones corporativas, financiación de inversiones o recapitalizaciones (aumento de deuda para pago de dividendos a accionistas).

Los plazos de financiación de los fondos de crédito tienen una orientación más a largo plazo que la banca (plazos habituales entre 4 y 7 años), con esquemas de amortización más flexibles, como pueden ser esquemas *bullet*, o adaptados a la capacidad de generación de flujos de la empresa. Las garantías exigidas más habituales son reales o pignoraticias sobre ingresos o márgenes financieros.

Los costes de formalización (en tiempo y económicos) son mucho más asumibles que procesos de emisión de deuda. Puede ser razonable el cierre de una operación en un plazo de entre ocho y doce semanas.

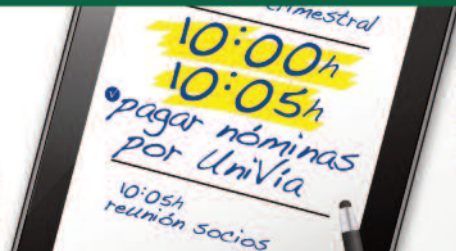
¿QUÉ EMPRESAS PUEDEN ACCEDER A LOS FONDOS DE CRÉDITO?

Los fondos de crédito, al menos en su fase inicial de desarrollo, están orientados hacia un segmento de empresas medianas o grandes, esto es, compañías con más de 50 millones de euros de facturación si tomamos como referencia la definición de pyme establecida en los estándares europeos, que fue adoptada en 2013 por la regulación bancaria española a efectos de solvencia, y que es la que se emplea en España como referencia para otras operaciones con pymes, como en el sistema de garantía recíproca o en muchas líneas públicas de financiación y políticas de ayudas.

No resulta sencillo estandarizar las características de las empresas susceptibles a acceder a este tipo de fi-

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



nanciación, pero señalamos a continuación algunos parámetros que, en general, deberían cumplir las compañías:

- Ingresos superiores a 50 millones de euros
- EBITDA superior a 5-10 millones de euros
- Ratio Deuda/EBITDA inferior a 5-6 veces
- Compañías maduras
- Flujos de caja positivos
- Internacionalizadas y con capacidad exportadora
- Orientadas a crecimiento
- Obligatoriedad de cuentas auditadas

LA CLASE DE ACTIVO PARA EL INVERSOR

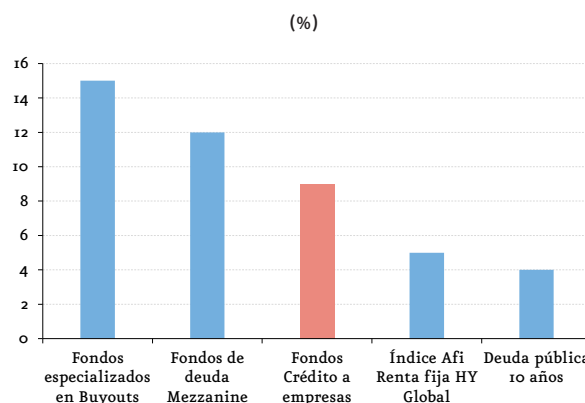
Para el inversor, los fondos de crédito ofrecen una nueva clase activo de renta fija, el préstamo directo a empresas españolas en el segmento de deuda senior y subordinada, diferente de otros fondos especializados en *mezzanine*, *private equity* o en la toma de posiciones de deuda *high yield* en mercado secundario.

El activo puede capitalizar el actual momento de tipos de interés en niveles mínimos y diferenciales de préstamo en máximos históricos; no está sujeto a volatilidad y ofrece un perfil de rentabilidad riesgo muy atractivo. Es un tipo de activo que ofrece además una cobertura natural ante subidas de tipos de interés, ya que el activo captura a su favor el repunte de la curva que se espera pueda producirse en los próximos años, en la medida que las financiaciones a las empresas se instrumenten a tipos variables.

• La rentabilidad esperada para el inversor de un fondo de crédito se sitúa por encima del instrumento comparable tradicional, que son las emisiones de bonos *high yield*, debido a los siguientes factores:

- Prima de liquidez
- No hay importes mínimos de financiación tan elevados como en el mercado *high yield*
- Prima de flexibilidad financiera, que permite calendario de amortizaciones y covenants adaptados al perfil de generación de flujos de la compañía

Rentabilidad media anual esperada en diferentes activos de inversión



Fuente: Afi, Bank of America Merrill Lynch, Prequin.

• Proceso de emisión más simple: no hacen falta folletos, ni rating, ni requisitos de cotización.

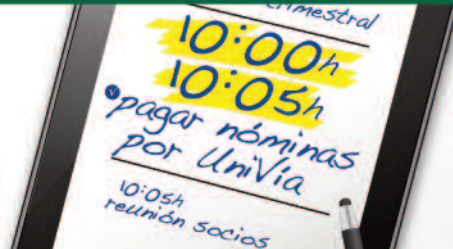
En definitiva, la aparición de fondos de crédito, figura tradicional en los mercados financieros más desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido, principalmente), es un componente más del proceso de desintermediación bancaria sobre el que llevamos tiempo hablando.

Este proceso no es específico de España, sino que en todo el mercado europeo estamos asistiendo a un fuerte crecimiento de las emisiones corporativas y los préstamos directos a empresas, lo que parece una tendencia a virar hacia un modelo de financiación más dependiente de inversores institucionales y menos de entidades bancarias, como es el caso del mercado estadounidense, en el que aproximadamente tres cuartas partes de las necesidades financieras empresariales son cubiertas por inversores no bancarios, un porcentaje inverso que el que se registra en el mercado europeo, con casi el 75% del crédito corporativo en manos bancarias.

Este proceso, aunque será lento en el tiempo, parece inevitable en un contexto de regulación bancaria más exigente en términos de consumo de capital, de necesidad de adelgazamiento de los balances de las entidades y de orientación hacia posiciones más minoristas ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224

