

Vuelven los préstamos *covenant-lite*

La mejora de las expectativas económicas en un contexto de bajos tipos de interés, unido a las perspectivas de crecimiento de las empresas tras un importante proceso de desapalancamiento, ha traído de vuelta los préstamos *covenant-lite* (cuya traducción literal vendría a ser préstamos ligeros de obligaciones). Este tipo de financiación, muy utilizada durante los años previos al estallido de la gran crisis financiera de 2007, desapareció casi por completo. Las características existentes en el contexto actual constituyen el perfecto escenario para su resurgimiento. Los préstamos *covenant-lite* ofrecen importantes ventajas para sus receptores, mientras que los inversores se encuentran cada vez menos protegidos.

Jorge Pardo

La crisis financiera internacional comenzó a notarse en España a partir del 2008, provocando entre otras muchas cosas, un cierre radical en la concesión de préstamos a empresas (en diciembre de 2007 el importe de nuevas operaciones ascendió a 911.000 millones de euros mientras que en 2014 se situó en 636.000 millones de euros). Esta tendencia decreciente parece haberse dado la vuelta en 2015, ya que las nuevas concesiones están aumentado en el orden del 16% respecto al ejercicio anterior. Además, es destacable la caída en el coste de financiación, motivada por un entorno de bajos tipos de interés en el área euro, reduciéndose el tipo de interés soportado por las empresas del 5,53% a cierre de 2007 al 2,47% en octubre de 2015.

Ante este panorama las empresas necesitaban poder acceder a nuevas formas de financiación, de ahí la importancia del desarrollo de los mercados alternativos de captación de fondos tales como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) así como nuevas modalidades de crédito que permitieran relajar las restricciones a las que estaban sometidas las



[iStock]/Thinkstock

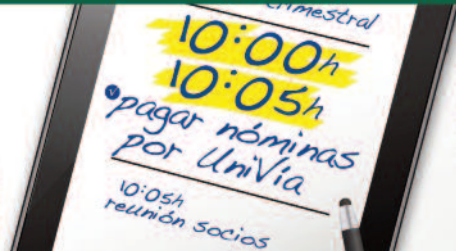
empresas. Como método de financiación alternativo, surgieron en aquella etapa los *covenant-lite loans*.

ANÁLISIS DE LOS PRÉSTAMOS COVENANT-LITE

Los *covenant-lite loans* son préstamos con exigencias, condiciones y/o colaterales mucho menores que los de un préstamo normal. Basan estas exigencias en un único evento, ya sea la emisión de nueva deuda, el reparto de dividendos o simplemente el hecho de realizar una gran inversión. El

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

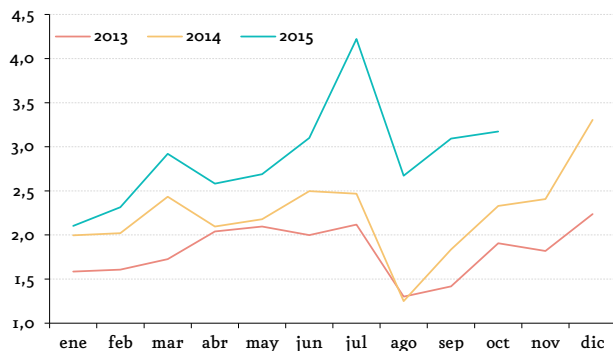
Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

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



Evolución de los importes concedidos Vivienda

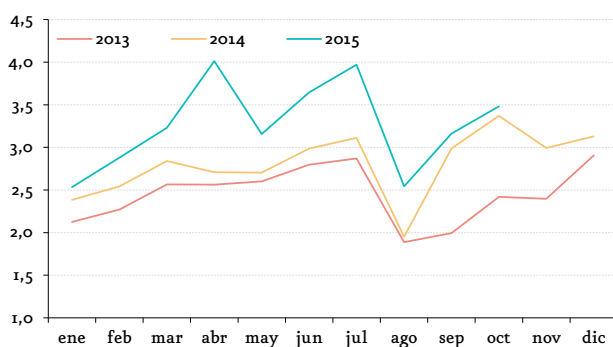
(miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Consumo y otros fines

(miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

boom de los *covenant-lite loans* tuvo lugar en Estados Unidos antes de la crisis, y actualmente vuelven a ser clave para la financiación corporativa.

Para hacernos una idea del alcance de este tipo de financiación, la emisión total de préstamos *covenant-lite* en Estados Unidos alcanzó en 2007 aproximadamente los 100.000 millones de dólares y aunque dicho volumen se redujo en los años siguientes debido a la contracción de la concesión crediticia, en 2013 resurgió, alcanzando sólo en los primeros 7 meses del año un volumen de 151.000 millones de dólares.

Gradualmente se ha ido adoptando esta práctica en Europa, lo que pone en evidencia el cambio

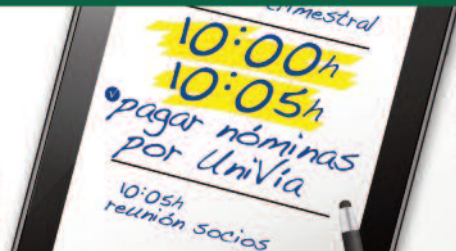
en el poder de negociación que se ha producido entre prestamistas y prestatarios. Los bajos tipos de interés de la zona euro reducen los rendimientos esperados y esto hace que los inversores, normalmente fondos de inversión o inversores institucionales, estén dispuestos a asumir mayores riesgos para poder conseguir mayores rentabilidades.

Otra razón que ha motivado el crecimiento de los préstamos *covenant-lite* ha sido el incremento de la competencia, ya que los prestamistas financieros europeos se han visto forzados a competir directamente con el mercado estadounidense. Cuando el crédito se congeló en Europa tras el colapso de Lehman Brothers, los prestatarios buscaron alternativas en Estados Unidos, donde descubrieron los *covenant-lite loans*. Los típicos préstamos bancarios compiten ahora con un mercado de capitales cada vez más maduro y líquido, caracterizado además por exigir menos exigencias. Todo ello ha presionado al mercado financiero europeo, que tiende cada vez más a exigir menos colateral en la concesión de préstamos.

Actualmente, aunque la concesión de un préstamo no está totalmente exenta de la exigencia de *covenants*, es muy raro encontrar en Europa un préstamo que exija todos los *covenants* posibles, como podía ocurrir en los años centrales de la crisis. De hecho, los préstamos con colaterales débiles son cada vez más populares en Europa y suelen exigir uno, o tal vez dos colaterales, típicamente el test del ratio de apalancamiento. Para ver el alcance de este fenómeno basta con ver los datos: cerca del 63% de los préstamos por valor superior a 1.000 millones de euros en 2015 han sido préstamos *covenant-lite* (frente al 50% en 2014 y el 7% en 2007). Esta tendencia a la hora de imponer menores exigencias también ha llegado a los préstamos de cantidades inferiores, el 77% de los préstamos por debajo de los 250 millones de euros en 2015 han sido préstamos *covenant-lite* frente al 47% de 2014.

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 **Unifia** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

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



Estos préstamos *covenant-lite* ofrecen a los receptores de deuda importantes beneficios. Por un lado, reducen los costes de administración e incrementan la flexibilidad en los acuerdos. También, la menor exigencia de colaterales permite a las empresas proteger su capital, ya que no se ven sometidas a exigentes tests financieros (esto ayuda especialmente a negocios cíclicos), lo que también motiva que empresas que atraviesen una delicada situación económica no dejen de obtener financiación. Por otra parte, los inversores se encuentran cada vez menos protegidos y por ello muestran su preocupación respecto a qué pasará si el deudor empieza a encontrarse en una situación de estrés financiero.

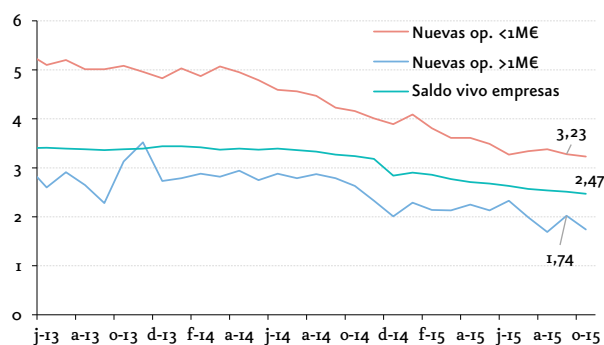
El principal problema o crítica de los préstamos *covenant-lite* es la diferencia entre el mercado de préstamos europeo y estadounidense. Mientras que en Estados Unidos los inversores son capaces de liquidar el acuerdo si el comportamiento del prestatario empeora, el mercado europeo se ha caracterizado siempre por la presencia elevada de *buy-and-hold* investors y por un mercado secundario poco relevante. Y aunque la exigencia de colaterales en Europa no es tan débil como en Estados Unidos, se está tendiendo hacia una convergencia entre ambos mercados en cuanto a la laxa exigencia de *covenants*, lo que trae consigo una preocupación creciente por la parte inversora.

CONCLUSIÓN

En 2008 la mayoría de países desarrollados se encontraban inmersos en una importante crisis financiera derivada de la gestión de riesgos defectuosa que fue provocada, en parte, por el uso excesivo de los CLO (Collateralized Loan Obligations). Estos productos financieros con riesgo crecieron exponencialmente los años previos a la crisis sin que nadie prestase demasiada atención a su evolución. Actualmente, una vez superada la etapa de recesión vuelve a aparecer un producto

Evolución de los tipos de concesión

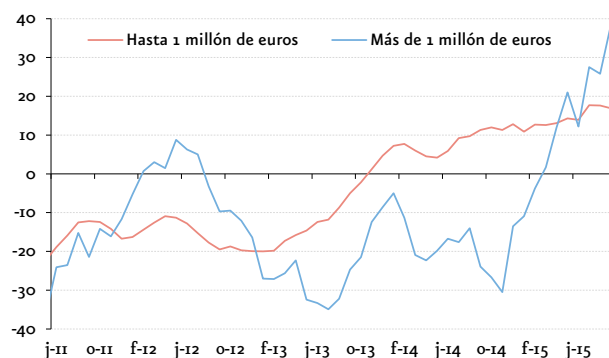
(%)



Fuente: Banco de España.

Variación interanual de los préstamos concedidos

(%)



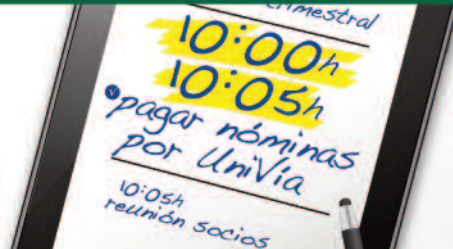
Fuente: Banco de España.

financiero que tiene mucho que ver con los CLO (en cuanto al riesgo que suponen). Estamos haciendo referencia a los préstamos en los que se exige un bajo nivel de *covenants* (los préstamos *covenant-lite*).

Estos préstamos están teniendo cada vez más presencia en Europa, representando ya el 47% de todos los préstamos institucionales, cuando en 2011 eran prácticamente inexistentes. Este tipo de producto es utilizado especialmente por grandes fondos de *private equity* que utilizan el dinero captado, más que para financiar operaciones productivas, para aumentar la rentabilidad de las empresas que han sido compradas. En el caso de que estas empresas quiebren, serán los acreedores

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.unicajab.es 901 111 133 - 952 076 224



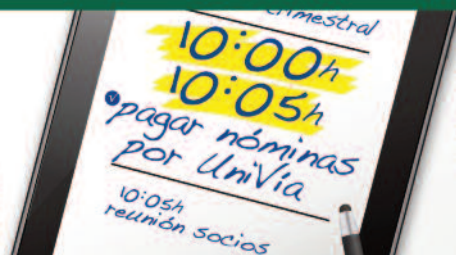
de la compañía los que realmente sufran las pérdidas. Mientras siga habiendo elevada liquidez y se mantenga el contexto de tipos muy bajos, los préstamos *covenant-lite* seguirán, sin duda, ganando terreno en la escena financiera actual. El problema puede llegar en el momento en que la situación económica vuelva a tensarse.

Por ello, los reguladores y las agencias de calificación están observando con cautela este proceso, y han comenzado a dar algunas primeras señales de alerta sobre el incremento del riesgo en los balances bancarios que conlleva esta operativa. Desde el punto de vista de las empresas, la mejora de condiciones y reducción de obligaciones es sin duda una buena noticia, lo que no debe conllevar a que descuiden la disciplina financiera que siempre aporta la captación de endeudamiento.

Lo que está claro es que el mercado financiero europeo se encuentra en un proceso de cambio. Europa trata de desbancarizarse, acercándose cada vez más al estilo estadounidense donde el mercado de capitales tiene un peso mucho mayor que el mercado bancario (75% vs 25%). El objetivo es precisamente tratar de diversificar la financiación para que la exposición al riesgo sea menor. En este contexto, Europa está apostando no sólo por nuevos tipos de préstamos como los préstamos *covenant-lite*, sino por nuevas formas de financiación, que van desde la creación de mercados de captación de fondos alternativos, a la reciente propuesta del CMU (Capital Markets Union), cuyo objetivo es la creación de un mercado de capitales único en Europa con exigencias homogéneas en cada uno de los países ::

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

