

# PROS Y CONTRAS de la FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

## Mercado de capitales ▼

Tradicionalmente, una de las opciones alternativas a la financiación bancaria ha sido el mercado de capitales. Después de años de sequía de OPVs, varias empresas se están planteando esta opción para conseguir capital. ONO, eDreams, Globalia y Applus+ son algunas de las muchas compañías que han anunciado su salto al continuo para 2014. **Luis Sancho, Managing Director de BNP Paribas**, explica las claras ventajas de esta opción: “liquidez, posibilidad de acceso repetido y prácticamente ilimitado, ausencia de plazo, prestigio, transparencia y credibilidad, que facilitan, a su vez, el acceso a otras fuentes como la bancaria o los bonos. La diversificación de la base accionarial es otra ventaja, al aislar la compañía de la capacidad financiera o los avatares de un solo accionista específico”. Además, la mejora del contexto macroeconómico y de la percepción de España han provocado que, en los últimos meses, haya resurgido el interés por las acciones españolas.

En este sentido, el principal handicap, según **Sancho**, es que para las compañías debutantes (efectuando su oferta inicial de acciones), no siempre los mercados están abiertos, sino que operan las llamadas ventanas o periodos donde las condiciones macro facilitan el acceso al mercado. “Estamos viviendo una de esas ventanas, pero nunca existe certidumbre completa sobre cuánto tiempo durará, dado que muchas circunstancias pueden cerrarla: shocks externos, conflictos internacionales, crisis financieras inesperadas... En conclusión, hay que estar extremadamente atento al momento adecuado de mercado”. En situaciones en las que no hay apetito institucional, ya sea por riesgo, estructura o tamaño, no suele ser viable esta opción.

Dentro de las alternativas a la deuda bancaria, encontramos la financiación con deuda en los mercados de capitales (DCM), que comparte con los ECM características como la liquidez, flexibilidad, posibilidad de acceso reiterado, imagen, etc. y, al mismo tiempo, proporciona la ventaja de la deductibilidad fiscal de los intereses. El directivo de BNP Paribas lo tiene claro: “la asociación de estos mercados con grandes corporaciones es errónea, gracias al MAB o al reciente MARF”. **Luis Felipe Castellanos, Socio de Debt Advisory de PwC en España**, comenta que, por el momento, tan solo se ha realizado una operación, Copasa, pero ha sido con condiciones bastante favorecedoras: un 7,5% de interés a cinco años. En estos casos es conveniente tener una calificación crediticia proporcionada por una agencia independiente, lo que exige unos costes y someterse a un proceso de due

“Asociar el mercado de capitales sólo a las grandes corporaciones es un error, gracias al MAB o al reciente MARF”

→ El direct lending y el mercado de capitales, con el nuevo MARF, están cubriendo, poco a poco, el enorme gap de financiación que está dejando la desintermediación bancaria. El primero se consolida como alternativa para LBOs y para aquellos corporates que ya conocen mejor el producto, mientras el segundo es una buena opción para empresas sin miedo al rating.

diligence. En este sentido, **Castellanos** explica que, “hasta hace poco, las compañías españolas estaban recelosas de tener rating y revelar información al mercado, pero se están dando cuenta de que es una tendencia imparable. En EE.UU. todas las empresas lo tienen porque les abre un mercado complementario al bancario. El miedo escénico va menguando”. A pesar de todo, hay que tener en cuenta los requerimientos del mercado de capitales en cuanto a timing, tener un asesor registrado, gastos de estructura asociados bastante importantes, etc. Eso sí, se trata de una financiación que no pide garantías, ni covenants, al contrario que la financiación bancaria o los fondos de crédito.

Por último, están los instrumentos de equity-linked, como bonos convertibles. **Sancho** apunta algunas ventajas: funcionan como un bono, pero con un coste menor, debido a la opción que incorporan de conversión en equity a vencimiento.

Los bonos corporativos son una alternativa a más largo plazo que la financiación bancaria tradicional, dado que los puede haber de hasta 30 años, aunque lo más frecuente es encontrarlos de entre cinco y diez años. **Miguel Trueba, Experto en Banca de Inversión y Corporativa de Citi**, explica que una financiación a largo plazo debería ser “una mezcla de mercado de capitales público y financiación bancaria. Estamos yendo hacia el modelo americano, donde la deuda estructural de las compañías está en el mercado de capitales (aquellas que tienen acceso) y tienen un pool de liquidez y acceso a deuda bancaria que les permite tener un colchón”.

# Direct Lending

En cualquier caso, no todas las empresas tienen acceso al mercado de capitales, bien por tamaño, sector o nivel de endeudamiento. **Pablo Pallás, Responsable de M&A de Citi en España**, sostiene que es “en compañías más pequeñas o en situación más complicada donde estamos viendo a los fondos de deuda privada”. No obstante, **Daniel Aymerich, Director de ICG España**, explica que hay muchos tipos de vehículos en el mercado, “cada uno con su propia estrategia de inversión y tamaños mínimos de operación”, lo que pue-

sea el menor posible y ofrezca oxígeno a la compañía para desarrollar el plan de negocio”.

## ¿Desventajas?

Quizá el mayor inconveniente gira en torno al precio, aunque durante los últimos meses, estos fondos están ajustando sus expectativas. **Castellanos** señala que, “hasta hace unos meses, tenían requisitos de rentabilidad de doble dígito, con lo cual eran prohibitivos, pero ahora muchos están ofreciendo financiaciones a un dígito. Y es que cuentan con mucha

temente, su precio se situará en función del riesgo de cada operación.


A pesar de la necesidad de liquidez existente en España, no se han realizado muchas operaciones de direct lending hasta la fecha. Una de las causas, según **Castellanos**, es cultural: “es necesario educar al corporate español porque muchas veces se asocian estos fondos con los distressed”. Por ejemplo, las operaciones de loan to own, en las que algunos fondos intentan controlar el capital a través de instrumentos de deuda que capitalizan, generan más ruido en el mercado que su relevancia real en el cómputo global. De hecho, la regulación española hace que su implementación no sea sencilla. Por otra parte, la mayor parte de este tipo de inversores no son agresivos y no buscan tomar el control de las empresas.

## Perfecto para LBOs

La flexibilidad con la que estos fondos actúan les convierte en un socio perfecto para operaciones de LBO, donde la rapidez y la confidencialidad son fundamentales. **Castellanos** asegura que “estos fondos, en un mes, te pueden hacer un underwriting bastante significativo, algo que no se puede hacer en una emisión de bonos”. De hecho, estas operaciones son la especialidad de los fondos de crédito. Por ejemplo, el año pasado hubo 55 operaciones de direct lending en Reino Unido y 45 fueron LBOs o deals con sponsor financiero.

Otra de las tendencias de los últimos meses es la creación de fondos para ofrecer circulante de empresas, como el caso de Toro Finance. **Pallás** explica que “son fondos que están dirigidos a compañías más pequeñas, de €50M de facturación, a las que ofrecen las líneas de factoring y de confirming que antes tenían con bancos tradicionales. Se trata de empresas que, por su tamaño, no pueden emitir bonos, de manera que sus opciones son acudir a sus socios a través de una ampliación de capital, buscar un private equity o un fondo de crédito”.

Lo cierto es que, hasta la fecha, no ha habido muchas operaciones, especialmente porque las empresas españolas han invertido poco durante los últimos años. Hay que tener en cuenta que “estos fondos financian expansión y compras, un mercado que ha sido muy limitado en España durante los últimos años. Los fondos de deuda buscan compañías performing para crecer, internacionalizarse, capex, etc.”, asegura **Castellanos**, quien considera que en 2014 veremos muchos más deals.



“El año pasado hubo 55 operaciones de direct lending en Reino Unido y 45 fueron LBOs o deals con sponsor financiero”

de aplicarse a multitud de situaciones y compañías. Lo cierto es que estos fondos presentan bastantes ventajas, como su agilidad y flexibilidad, “permitiendo a las empresas acelerar la obtención de deuda y personalizar las condiciones y calendarios de amortización de acuerdo con las necesidades del negocio. Además, pueden asegurar el 100% de la financiación, lo que da certeza y simplifica la fase de documentación”, asegura **Aymerich**. De esta manera, se puede evitar la estructuración de complejos sindicatos, simplificando la gestión financiera de la compañía al tratar con una única contraparte, y reducir el riesgo financiero, con estructuras más flexibles. En este sentido, **Castellanos** apunta que “estos fondos ofrecen la posibilidad de que vayas capitalizando los intereses, con el objetivo de que el servicio de la deuda en los primeros años

liquidez y no hay tantas operaciones donde colocar el capital”. No obstante, el ejecutivo de PwC asegura que estos fondos tienen un suelo de rentabilidad que no suele bajar del 8% o 9%. Por su parte, **Pallás** considera que “no se trata de capital permanente, sino que actúa como una financiación puente. El sponsor siempre va a intentar reemplazar esta deuda lo antes posible porque es cara y restrictiva respecto a otros aspectos como el pago de dividendos, apalancamientos adicionales, garantías reales de activos, etc.”. En cualquier caso, **Aymerich** precisa que “el factor coste no es el único a tener en cuenta”. Otros aspectos importantes son la certeza, la flexibilidad a la hora de desarrollar el plan de negocio y el riesgo financiero de cada alternativa”. Su objetivo es ofrecer el producto que más se adapte a las necesidades de cada compañía y, eviden-

## “Apoyamos a empresas familiares y al capital riesgo en su financiación”

Ahora que la obtención de financiación bancaria se hace más difícil, el private lending está llamado a ser en una importante alternativa a la deuda tradicional. Oquendo Capital explica cómo su accesibilidad, flexibilidad y rapidez en la estructuración lo convierten en un complemento perfecto para que compañías familiares y fondos de capital riesgo optimicen sus estructuras de financiación.

Daniel Herrero y Alfonso Erhardt, Socios Fundadores de Oquendo Capital

### Desde Oquendo llevan invirtiendo en deuda desde el año 2007, ¿por qué cree que esta actividad se está convirtiendo en tendencia?

**DH:** Cuando iniciamos la andadura de Oquendo Capital, hace ya cerca de ocho años, estábamos convencidos de que el desarrollo de distintos modelos de financiación corporativa a largo plazo constituía una de las principales asignaturas pendientes del sistema financiero español y europeo en general. En aquel momento, la fortaleza de los bancos del continente, unida en España a la intensa presencia de las cajas de ahorros, suponían un importante freno al desarrollo de mercados públicos de deuda y la aparición de gestores privados capaces de canalizar el ahorro desde los inversores institucionales hacia la economía productiva. Dicho esto, si bien se podía ya entonces apuntar la necesidad a medio plazo de una tendencia hacia la paulatina convergencia de los modelos de financiación europeo y americano, no era posible intuir la magnitud de la crisis bancaria a la que hemos asistido. Es precisamente esta circunstancia la que ha acelerado la necesidad de las empresas de acceder a modelos alternativos que ofrezcan una fuente de recursos flexible y sostenible en el tiempo, que les permita financiar sus necesidades de crecimiento e internacionalización.

### ¿Es el private debt una buena alternativa a la falta de financiación bancaria? ¿Qué ventajas tiene?

**AH:** El private debt no es únicamente una buena alternativa, en ocasiones es la única opción con la que cuentan compañías pequeñas y medianas. Los esquemas de direct lending ofrecen a las empresas recursos financieros a largo plazo, con amortización de principal diferida y un esquema de intereses que combina el pago de cupones cash y capitalizables (cupón cero), y además, cuentan con la posibilidad de ser amortizados anticipadamente, lo que disminuye en gran medida el coste de su utilización sin tener que renunciar a la flexibilidad que proporciona. Al incorporar un componente de rentabilidad o warrant ligado a la revalorización del capital, se produce una alineación de intereses muy natural entre prestamista y prestatario que puede llegar a ser de gran importancia en determinados momentos de la vida de una empresa. En resumen, las principales ventajas del private lending son flexibilidad, certeza de disposición de fondos y rapidez en la estructuración y cierre de las operaciones. Cada vez es más habitual encontrar situaciones en las que aún pudiendo acceder a la financiación bancaria, los empresarios optan por un esquema como el que nosotros ofrecemos, que les permite centrarse en el desarrollo a medio plazo de sus negocios sin tener que estar permanentemente



distráidos con continuos procesos de refinanciación. En otras situaciones, el direct lending permite a las empresas acceder a recursos necesarios sin debilitar el balance, a través de estructuras que no son dilutivas para los accionistas, no interfieren en la gestión y no requieren la adopción de pactos o acuerdos de salida en un plazo de tiempo determinado.

### ¿Puede ser útil para el capital riesgo, también como complemento a la financiación más tradicional?

**DH:** El acompañamiento a los fondos de capital riesgo en la financiación de sus operaciones es el origen de nuestra firma y, por tanto, es un pilar fundamental de nuestra actividad. Una buena parte de nuestras operaciones son LBOs o financiación de compañías propiedad del capital riesgo. Estamos convencidos de que podemos constituir un complemento clave que permita a los fondos optimizar sus estructuras de financiación y, de este modo, incrementar de manera importante sus retornos, así como aumentar su capacidad competitiva en procesos formales de adquisición. En este sentido, estamos continuamente trabajando en introducir estructuras que permitan reducir el coste fijo de la financiación, estructurando componentes de rentabilidad muy variables y estrechamente ligados al éxito de las operaciones para los sponsors. Cada vez es más frecuente que nuestra remuneración provenga en mayor medida de equity kickers, o incluso, en algunas ocasiones, a través de la propia adquisición de una parte del capital. Adicionalmente, la adopción de acuerdos de coinversión con nuestros partícipes nos va a permitir ofrecer un mayor abanico de posibilidades de financiación a los fondos, tipo unitranche, que estamos seguros pueden suponer interesantes alternativas.

### ¿En qué tipo de compañías invierten? ¿Tienen sectores favoritos?

**AH:** Invertimos en la totalidad de sectores económicos salvo el inmobiliario. Las compañías que mejor encajan

en nuestros esquemas de financiación son aquellas que tienen cifras de facturación de entre €25M y €150M, con ebitdas desde €5M a €25M, y ratios de apalancamiento de entre 3x y 4x. Por otra parte, las situaciones que vemos más frecuentemente en el ámbito de compañías familiares son la financiación de proyectos de crecimiento, tanto orgánico como a través de adquisiciones, y las operaciones de reestructuración accionarial (compra de accionistas minoritarios). También podemos ofrecer alternativas de valor en la reordenación de pasivos de corto a largo plazo, ya que por el vencimiento bullet nuestra financiación contribuye a fortalecer el balance y a reducir las necesidades de servicio de la deuda.

**DH:** En operaciones de acompañamiento a fondos de capital riesgo ofrecemos financiación para complementar la estructura de deuda y/o capital en LBOs, adquisiciones e inversiones para el crecimiento de las participadas y recapitalizaciones para la distribución de dividendos.

### ¿Cuáles son las últimas operaciones que han llevado a cabo?

**DH:** Desde el inicio de la actividad del Fondo II hemos cerrado operaciones de financiación por un importe total conjunto más de €30M para tres compañías: el operador de ambulancias TSC, propiedad de Investindustrial; Servicio Móvil, una compañía líder en servicios de gestión documental y logística hospitalaria; y Monbus, la principal empresa de capital español de transporte regulado de viajeros por carretera.

“Las principales ventajas del private lending son flexibilidad, certeza de disposición de fondos y rapidez en la estructuración de operaciones”