



NOVEDADES EN LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA: LOS FONDOS DE CRÉDITO CORPORATIVO

IGNACIO MUÑOZ-ALONSO

Presidente de Aria Capital, profesor de finanzas del IE Business School

JESÚS SÁNCHEZ-QUIÑONES

Consejero Director General de Renta 4 Banco

1. LA «NUEVA NORMALIDAD»: LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO

Quizá poca gente confunda ya a estas alturas los brotes verdes de la recuperación con el retorno de las vacas gordas. No es lo mismo sacar la cabeza, por fin, fuera del agua que estar ya en la playa tumbados bajo el sol. De la misma manera que cuando se habla de la normalización del crédito a las empresas, no estamos hablando ni mucho menos de los volúmenes, ni de las condiciones prevalentes en los momentos previos a la crisis. La «nueva normalidad» es el término que describe ese comportamiento lánguido que caracterizará, quizá durante muchos años, el devenir de muchas de las variables económicas y financieras en el mundo de la post-crisis. Fue popularizado por William Gross, fundador de PIMCO, ya en 2009¹ anticipando acertadamente lo que nos esperaba una vez pasado lo peor. Esa nueva normalidad que describe la evolución casi plana de muchas economías y que aplicada al crédito describiría un entorno en el que el racionamiento de la oferta y la ausencia de crecimiento se convertirían en la norma durante años, una vez superada la fase de contracción aguda.

Si bien esa fase parece ya superada, es bien cierto que en nuestro país la oferta de crédito a empresas ha continuado todavía disminuyendo a lo largo de todo 2014, aunque a tasas menores, a pesar de todo lo que se ha venido diciendo en los últimos meses. Sí, se atisba un horizonte de estabilización, pero, desde luego, nunca una recuperación de los saldos de crédito vivo en el medio plazo, quizá faltan muchos años, hasta niveles anteriores a la crisis como se ve en las tablas 1 y 3.

¹ Gross, William. «On the Course to a New Normal». Investment Outlook. PIMCO, Septiembre 2009.

**TABLA 1. EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO (2013 –2015E)
(ESTIMACIÓN SOBRE DATOS A JUNIO 2014)**

	Saldo inicial			Nuevas operaciones			Amortización			Saldo final			Variación anual (%)
	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)	
Vivienda	621	592	564	21	23	33	50	51	45	592	564	552	-4,6
													-4,7
													-2,2
Consumo	109	98	105	8	14	15	19	8	8	98	105	112	-10,1
													6,3
													7,2
Empresas no inmobiliarias *	495	456	461	283	321	345	322	316	326	456	461	479	-7,9
													1,0
													3,9
Construcción y promoción	294	232	204	85	65	67	147	93	82	232	204	189	-21,0
													-12,0
													-7,2
Total crédito	1.518	1.378	1.333	397	423	460	537	468	461	1.378	1.333	1.332	-9,2
													-3,3
													-0,1

*Las nuevas operaciones de 2014 incluyen 26.000 millones por la reclasificación de crédito a EFC de interbancario a crédito al sector privado

Fuente: Afi.



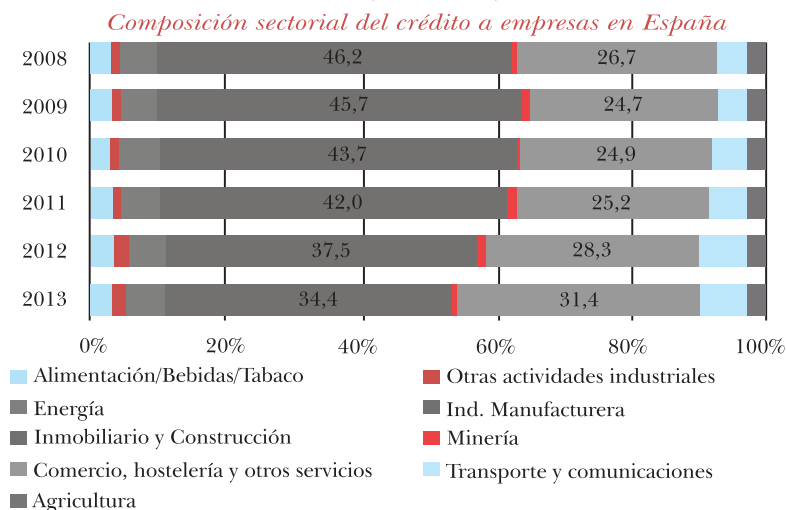
La previsión de amortizaciones sobre el total del crédito vivo para fines de 2014 vuelve a superar al de las nuevas operaciones, esta vez en 45.000 millones, representando una contracción del 3,3 % del total del crédito vivo sobre el cierre de 2013. La estimación continúa siendo todavía negativa para 2015, sumando otra disminución que se acumula sobre bases ya muy rebajadas después de varios años de contracción ininterrumpida.

Entrando en el detalle de la financiación empresarial, será interesante analizar la aparición de nuevos patrones cualitativos que condicionarán el modo de financiarse, y por extensión la estructura de capital, de muchas de nuestras empresas.

Podemos resumir estas tendencias:

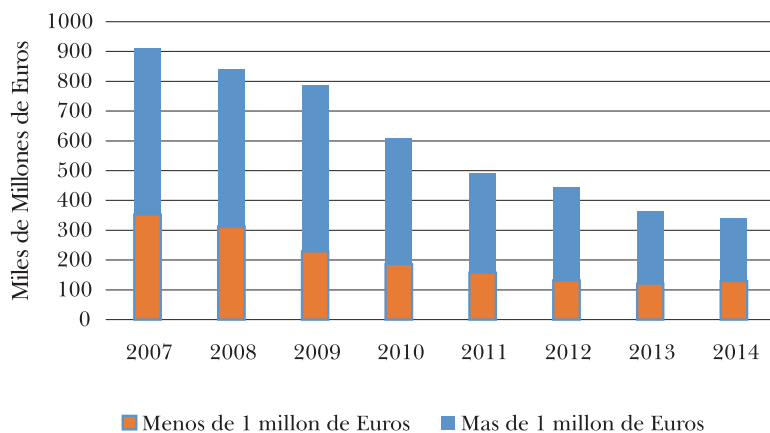
1. **Recomposición sectorial.** Bien es verdad que la reducción agregada del crédito corporativo presenta asimetrías y es en gran medida atribuible a la disminución que se ha operado en los sectores de vivienda y promoción y construcción, con caídas respectivas del 4.7% y del 12% en 2014 (Tabla 3). Pero aun así, vemos que a lo largo de este año el crédito corporativo a empresas no relacionadas con estos sectores ha aumentado en apenas cinco mil millones, un mero punto porcentual sobre el saldo del año anterior y aparece en positivo sobre una base ya muy reducida tras años de contracciones continuadas. No obstante, sí se pone de manifiesto como desde el comienzo de la crisis se enfatiza la diversificación de carteras fuera de los sectores que más han dañado a los balances durante la crisis, reorientándose el esfuerzo financiador hacia el sector servicios, como la hostelería y el comercio, la energía o el transporte y las comunicaciones, que aumentan su participación en las carteras, manteniéndose el crédito vivo prácticamente constante en el sector de manufacturas, la agricultura y la alimentación.

TABLA 2. VARIACIÓN DE LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL CRÉDITO VIVO (2008-2014)



2. **Recomposición temporal:** La reducción del volumen de nuevas operaciones desde los más de 900 mil millones concedidos en 2007 hasta los 340 mil estimados para 2014, se concreta en cifras de amortización por encima de las renovaciones y de renovaciones parciales de crédito existente a plazos más cortos. Se impone a las empresas una presión amortizadora, que en algunos casos manifiestan encontrarse en proceso de refinanciación permanente (Tabla 3). Esta reducción de duraciones señala dos tendencias: la sustitución del largo plazo por crédito circulante, a 1 año o menos, con las consecuencias que ello puede tener sobre las decisiones de inversión de las empresas; y el sesgo hacia los demandantes naturales de plazos cortos en sus balances, las pymes², frente a la demanda de empresas de mayor tamaño con ciclos de inversión más largos.

TABLA 3. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO CONCEDIDO A EMPRESAS: VOLUMEN Y PLAZO (2007 -2014E)



Fuente: Banco de España, Afi.

3. **Polarización de la oferta.** Es cierto que entre algunos segmentos empresariales se señala una mejora de las condiciones de acceso al crédito. Esto se observa entre aquellas que cuentan con referencias en los mercados de deuda, que además de una oferta mas abierta constatan además una reducción muy significativa de costes a lo largo de los últimos meses medida por los diferenciales sobre el Euribor o el bono soberano a los plazos correspondientes. Se trata de grandes corporaciones, con emisiones públicas de gran volumen y por tanto relativamente liquidas, con una o varias calificaciones crediticias públicas y unos hábitos de comunicación corporativa propios de las compañías cotizadas y que incluyen la publica-

² La definición de pyme a efectos regulatorios engloba a aquellas empresas con una facturación anual inferior a €50 millones, un balance inferior a €43 millones y menos de 250 empleados contratados.



ción periódica de resultados, la presencia de departamentos de relación con inversores y la realización de *road shows* periódicos entre inversores.

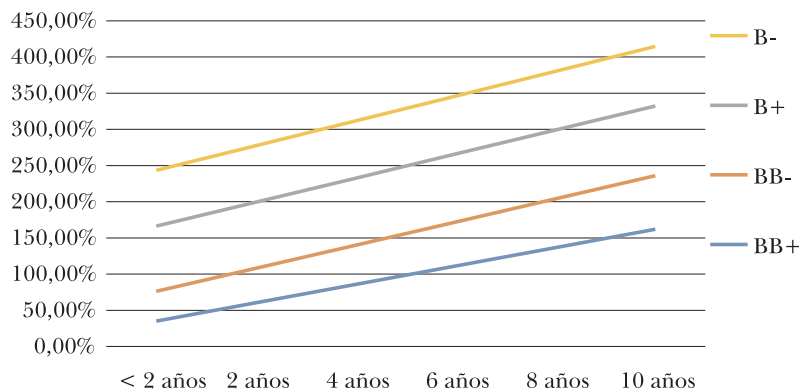
Un fenómeno similar se da en el otro lado del espectro. El peso que adquieren en las nuevas operaciones aquellas con duraciones próximas a un año y por importes reducidos señala el sesgo que han adoptado los prestamistas hacia las compañías de menor tamaño, típicamente pymes, que al igual que las grandes corporaciones están viendo también una mejora en las condiciones de acceso al crédito. Detrás de este tratamiento favorable a las pymes se encuentran consideraciones de diversificación de cartera y regulatorias, por cuanto que como veremos más adelante, salen favorecidas por el tratamiento regulatorio del riesgo de crédito, que presenta ventajas que favorecen su concesión.

Nos encontramos por tanto ante una polarización de la oferta, en el que la estabilización del volumen desagregado de crédito concedido a empresas se acompañará de una concentración en los extremos del espectro de tamaño empresarial, fluyendo con mayor facilidad a las pymes y a las grandes corporaciones, situadas en el otro extremo.

Estos cambios registrados en la estructura de la oferta de crédito corporativo son el resultado de la aparición de factores genéricos que afectan al conjunto de la banca europea, como la introducción de la nueva regulación impuesta por Basilea II y en menor medida Basilea III, y específicos de la banca española, como lo son el proceso de concentración vivido por nuestro sector bancario y la situación de las carteras de la banca española. Veamos cada uno de ellos en detalle.

1. La nueva regulación. La introducción de nuevas metodologías para el cálculo de la ponderación de riesgo de los activos introducida por Basilea II, sitúa en el centro de la decisión de crédito la calificación crediticia de las empresas, el *rating*, que establece el capital regulatorio requerido para cada préstamo³. El rating asignado a cada prestatario le asigna una probabilidad de impago que servirá para el cálculo de la pérdida esperada de cada operación de crédito. Los demás argumentos de la función de pérdida, que son la exposición en el momento del impago y la severidad de los préstamos, son específicos de cada operación y dependientes de su estructura –subordinación, calendario de amortizaciones, etc.– pero independientes del rating del prestatario. Las diferencias de ponderación de riesgo en función de la calificación pueden llegar a ser muy marcadas y se ven acentuadas por las consideraciones de plazo. Como ejemplo, el espectro de consumos de capital para operaciones de similar importe puede llegar a variar entre el 35 y el 300 por ciento para préstamos entre 1 y 5 años concedidos a compañías dentro del rango de ratings BB+ y B–, dependiendo de la combinación específica de rating y plazo, (Gráfico 1).

³ Basilea II impone para el cálculo de la probabilidad de impago el modelo basado en los ratings, que podrán ser internos, elaborados por las propias entidades; o públicos en los casos en los que exista una calificación otorgada por una entidad cualificada.

GRAFICO 1. RATING, PLAZO Y PONDERACIÓN DE RIESGO DE ACTIVO

Fuente: Aria Capital, Afi.

En las actuales circunstancias de escasez de capital, las entidades expresan una preferencia fuerte el riesgo de compañías con calificaciones relativamente elevadas y a plazos cortos, estableciéndose *tradeoffs* entre plazos y *ratings* que aquilaten los consumos de capital. De esta manera los plazos más largos serán concedidos a las compañías con calificaciones superiores, quedando circunscritas las operaciones con *ratings* inferiores a los plazos más cortos.

Por otra parte se da la circunstancia de que con independencia de sus *ratings*, las pymes soportan una ponderación genérica de riesgo de activos del 76%, que ha sido recientemente reducida al 56% con el propósito de incentivar la expansión del crédito a las empresas de menor tamaño. Con ellos se imponen menores exigencias de consumo de capital a las entidades acreditantes, lo que explica la expansión relativa que se observa durante 2014 de los préstamos a este sector.

Son por tanto estos *trade off* entre plazo y *rating* y su relación con la ponderación del riesgo de activo, lo que explicaría el fenómeno antes aludido de la polarización de la oferta en ambos extremos del espectro de tamaño empresarial, tal y como se viene observando desde el fin del ciclo contractivo agudo del crédito.

2. La concentración del sector bancario. Se pretende rentabilizar el esfuerzo ingente de consolidación que ha hecho el sector bancario en España, que ha pasado de los casi cincuenta grupos bancarios a diecinueve en un plazo corto de tiempo. Para ello habrá que sacar partido de las ventajas que una menor competencia pueda reportar en calidad, precio y volumen del crédito. La evidencia empírica indica que una menor competencia podría conducir a menores crecimientos del volumen de crédito aunque de mayor calidad^{4,5}. El aumento de la capacidad

⁴ Carbó Valverde, S.; Rodríguez Fernández, F. (2014) «Reestructuración bancaria, concentración y calidad de los préstamos en España». «Las Claves del crédito bancario tras la crisis». Estudio de la Fundación FUNCAS.

⁵ Allen, F; D. Gale (2004), «Competition and Financial Stability», Journal of Money, Credit and Banking 363.



negociadora de las entidades les permitirá ser mucho más selectivos en la asignación de plazos y ratings de sus carteras al tiempo que se trasladarán mayores costes financieros a las empresas. Al efecto que una disminución de la competencia tendrá sobre los volúmenes de oferta, se suma además el factor de límites de concentración singular, geográfica o sectorial. Ya estamos viendo como la fusión de distintas entidades ha otorgado a alguna de ellas cotas de penetración excesivas entre algunos clientes o en algunos sectores o regiones. El esfuerzo de absorción del exceso de cuotas heredadas como consecuencia de la consolidación del sector refuerza la tendencia a la reducción de volúmenes de oferta de crédito durante los próximos años. Menos crédito, más caro y de mayor calidad parecen ser los rasgos que caracterizarán a la oferta de crédito en el futuro.

3. El legado patrimonial de la crisis. Se estima para fines de 2014 una tasa de morosidad del 12,9%⁶ para el conjunto del sistema bancario. Si bien una proporción próxima al 60% de esta cifra está ya provisionada, sobre todo desde 2012, la previsión de fallidos y de la nueva mora que vaya entrando en balance durante los próximos años impondrá presión sobre el balance de las entidades, que habrán de responder con el 10,5% de su base de capital sustantivo y con la generación de beneficios futuros. El perfil plano de los márgenes de explotación en los próximos años dará poco margen de actuación frente a desviaciones en la morosidad, de manera que los problemas de balance del pasado parecerían haberse trasladado a la cuenta de resultados de las entidades. Mientras no se alcancen índices de morosidad significativamente inferiores y no exista mayor visibilidad sobre la capacidad de generación de beneficios futuros, el capital continuará siendo un bien escaso que habrá de ser gestionado cuidadosamente, empezando por una administración muy selectiva del crédito.

Habría que hacer también una mención a la relativa ineficacia que han mostrado los sucesivos programas de inyección de liquidez promovidos por el BCE, que no están obteniendo resultados en términos de expansión del crédito privado parejos al esfuerzo realizado. Si bien tuvieron un impacto decisivo en las fases tempranas de la crisis, no se trata de medidas que palien las incertidumbres sobre el capital en la medida en la que no van acompañadas de diseños que permitan transformar esa liquidez en recursos propios de las entidades. Mientras tanto continuarán mostrando su preferencia por invertirla en activos con ponderaciones bajas de riesgo, tales como la deuda soberana cuya ponderación es del cero por ciento, alejándose con ello de los fines para las que, al menos oficialmente, tales facilidades están concebidas.

2. LA OPORTUNIDAD PARA LOS NUEVOS AGENTES FINANCIEROS

Es en ese contexto de «nueva normalidad» en el que se redefine la estructura de la oferta de crédito y de donde surge la oportunidad para nuevos agentes financieros. Su

⁶ Previsiones Afi.



intervención no aspira a reemplazar el papel de la banca como financiadores principales de las empresas sino a complementarla, participando en aquellos formatos más exigentes para la banca en cuanto a la intensidad en la utilización de sus recursos de capital. Es posible que la banca gire hacia modelos de crédito más rígidos, despliegue una cartera de productos más reducida y adopte, en definitiva, lo que se ha venido en llamar el modelo de la triple B, «*Back to Boring Banking*»⁷, un paso más allá de la doble B «*Back to Basics*» reclamado por el regulador.

Quizá nos encontremos en la senda de convergencia del modelo de financiación empresarial español hacia el que hace algunos años se impone en otros países con mercados más heterogéneos. Frente al casi 90% de penetración de la banca en el balance de las empresas en España, en los países financieramente más maduros del resto de Europa esta representa el 75 - 85% y en Estados Unidos el 25%. Las razones de la elevada penetración de la banca en España se explican por el exceso de capacidad del sistema y por la elevada competencia, que estimularon durante décadas la sobreoferta y los bajos costes del crédito, que como veíamos antes tenderán a corregirse con la concentración y la nueva regulación.

La estructura operativa de estos nuevos agentes replica en un primer momento la de los fondos de inversión, normalmente en su modalidad de fondos cerrados, con una vida preestablecida y gestionada por un equipo independiente que capta los fondos entre inversores especializados y los invierte en préstamos corporativos de distinto tipo. Las modalidades de inversión pueden ser variadas pero en la medida en la que se denominen fondos de deuda o crédito, habrán de alejarse en subordinación y contingencia de los reembolsos de aquellas modalidades de financiación más próximas a los recursos propios y por tanto a los fondos de capital privado, el *private equity*. Existen formatos híbridos entre la deuda y el capital propio, como los fondos de mezzanine, de manera que la delimitación de categorías de actividad no es estricta. En general, un fondo que se denominase de deuda podría invertir en una variedad amplia de instrumentos de deuda siempre que se preservase el principio de no implicación en la gestión de la compañía, es decir, que la negociación de los términos de financiación no incorporase elementos de control corporativo tales como la presencia en órganos de administración o derechos de veto sobre determinadas decisiones. Esto por sí mismo ya delimitaría la cantidad de riesgo que el fondo puede llegar a aceptar en cartera y fija los límites de prelación y contingencia de los flujos de la inversión.

Se trata por tanto de una actividad enmarcada en un ámbito similar a la que realiza la banca, si bien ha de contar necesariamente con elementos de diferenciación que eviten la redundancia y complementen la oferta bancaria. Si hubiese que establecer un catálogo no exhaustivo de coincidencias y diferencias, podríamos hablar de sectores, perfiles de riesgo y exclusiones estructurales como parte de lo que es común a ambos. En cuanto a sectores, es improbable que un fondo de deuda invierta en algunos de los que la banca está abandonando, tales como la promoción inmobiliaria, la vivienda o determi-

⁷ García Montalvo, José. «Banca aburrída: el negocio financiero tras la crisis financiera». «Las Claves del crédito bancario tras la crisis». Estudio de la Fundación FUNCAS, 2014.



nados sectores tecnológicos, no porque se trate de malas propuestas de inversión en sí mismas, sino porque la metodología de análisis de riesgo y la operativa de los negocios requiere de una especialización que puede ser provista por otro tipo de fondos. De igual manera hay exclusiones estructurales, tales como las reestructuraciones, las *start-ups* o los *turn-around* empresariales, magníficos negocios también para inversores especializados pero no para la banca o los fondos de crédito.

Y en cuanto a las diferencias con la banca, razón de ser de la oportunidad, destacarían los plazos de concesión, la mayor diversidad de prelación distintas, la flexibilidad financiera en los términos de amortización y la tolerancia en cuanto a la finalidad de los préstamos. En general, las surgidas de los arbitrajes regulatorios a que dan lugar las combinaciones de plazos, ratings y concentración de riesgos, que como decimos polariza la inversión hacia las pymes en los plazos cortos y las grandes corporaciones en financiaciones con una tipología de formatos delimitados. Estas diferencias se hacen patentes precisamente en todo un universo de compañías de tamaño medio, con necesidades de financiación a plazos medios – largos y con unos ratings que convierten sus financiaciones en relativamente onerosas para la banca en términos de consumos de capital. Frente al 56 por ciento de ponderación del riesgo pyme y los elevados ratings de las grandes empresas, la empresa intermedia se encontrará siempre en desventaja y enfrentada a unos costes y unos términos con frecuencia insumibles.

Si circunscribimos este universo a las aproximadamente 400 compañías solventes con una facturación entre los cincuenta y los mil millones de Euros anuales que existen en España, podemos estimar un tamaño para ese mercado potencial que rondaría los 5.000 - 8.000 millones de Euros anuales a partir de una cifra de endeudamiento estimada en tres veces su Ebitda y unas amortizaciones anuales próximas a un tercio de su deuda bruta. Se trata por tanto de un mercado relativamente pequeño en comparación con el volumen agregado de crédito para el conjunto del sistema, pero que representa una magnífica oportunidad para las empresas y para los operadores alternativos que gestionan fondos de un tamaño entre 100 y 200 millones de Euros. La clave para el éxito de estos operadores radicará en su capacidad para acceder y negociar con estas 400 empresas, frecuentemente dispersas por todo el territorio nacional y operando a veces con muy escasa visibilidad. La calidad de la plataforma de origenación de cada operador será por tanto un factor esencial que determine su capacidad competitiva.

También surgen en algunos casos diferencias frente a la banca en cuanto a la finalidad de las financiaciones que puede asumir un fondo. Un fondo podrá prestar fondos para determinadas finalidades no integradas en la cultura bancaria tradicional, tales como las recapitalizaciones accionariales, determinados tramos de financiación de adquisiciones corporativas, o facilidades *secondlien* cuando exista algún tipo de garantía.

En definitiva, un fondo de crédito puede aceptar perfiles de crédito más heterogéneos o con un coste inferior al de la banca. Y no tanto porque sus criterios de riesgo sean distintos sino por la regulación específica que le exime de exigencias de provisiones genéricas y de los consumos de capital que el regulador impone.



3. LA GESTIÓN DEL RIESGO EN LOS FONDOS DE CRÉDITO

Llegado este punto será muy importante señalar que para llevar a cabo su función el fondo no necesita operar con unos criterios de riesgo más laxos, deteriorando con ello la calidad del riesgo de su cartera. Simplemente está sujeto a una regulación distinta, la que le impone el regulador de mercado de la plazas en las que opere y la que le imponen estatutariamente los acuerdos a los que llegue con sus inversores profesionales, que en muchos casos puede ser más estricta que la impuesta por el regulador bancario, pero no necesariamente onerosa en términos de provisiones y de consumo de capital. Hay varias razones que explican ese distinto tratamiento regulatorio y, en definitiva, del surgimiento de este arbitraje que da lugar a la oportunidad.

La primera es que el fondo no es generador de riesgo sistémico, por razón de su tamaño, por no operar en mercados interbancarios y por encontrarse en definitiva mucho menos imbricado en el conjunto del sistema financiero que una entidad. Esto le exime de la necesidad de ir reservando costosas porciones de su capital como protección para el resto del sistema en condiciones adversas. Igualmente importante es el hecho de que no se trata de una entidad tomadora de depósitos, no exponiendo por tanto el patrimonio de terceros ajenos a su estrategia de inversión, como lo son los depositantes de las entidades. Y por último, el endeudamiento del fondo, que puede representar, cuando existe una fracción del que de forma ordinaria aceptan las entidades de crédito. El apalancamiento de los fondos de crédito no suele superar el 30 por ciento de sus activos totales frente al 90 de los bancos. Aun si el fondo operase con las mismos criterios de provisiones que la banca, sus depositantes se encontrarían mucho más alejados del impago por razón de su menor apalancamiento, resultarían en unas menores provisiones y costes.

Con respecto a las metodologías de análisis, calificación crediticia y criterios de concesión del fondo, en poco han de diferir con las que emplea la banca. Un fondo tendrá su comité de riesgos, debería de contar con un sistema probado de ratings internos y con una analítica de estimación de márgenes financieros y flujos de caja de las compañías robusta, que normalmente provendrá de la experiencia de sus gestores en banca o en comités de inversión de otros fondos similares. Así mismo, deberá de contar con modelos cuantitativos sólidos de capital económico y de estimación de la pérdida esperada, modificada por los parámetros específicos del fondo y de acuerdo con los criterios aceptados por el regulador bancario, que le servirán además para establecer un *benchmark* con el que determinará el retorno exigido que cubra la cantidad de riesgo introducido en su cartera.

Y tendrá que paliar, eso sí, las carencias de relación e historial con el prestatario que surgen en comparación con la banca. El fondo no está implicado en el manejo de las nóminas, el descuento comercial, las cartas de crédito, la gestión del circulante o cualquier otra de las muchas partidas que, más allá de los análisis financieros y cuantitativos, ofrecen indicios continuados de la salud financiera de la empresa. Ha de buscar por tanto estrategias que le permitan homologar su conocimiento con el de la banca y para ello será necesario en primer lugar ponerse en un plano similar de conocimiento y prolongarlo hasta el fin de la vida de los préstamos. Hay varias estrategias que, adecuadamente gestionadas pueden producir buenos resultados.



Una de ellas es la coconversión en tramos diferenciados de deuda junto con las entidades de relación de los prestatarios, en las que esencialmente se reparte el riesgo y contrapartidas de relación a cambio de una situación *pari-passu* en información y en caso de reestructuración que permita al fondo una protección similar a la de las entidades. El equilibrio en la cartera del fondo entre operaciones bilaterales, sindicadas y en *club deal*, deberá por tanto ofrecer el soporte para una distribución sólida de riesgos y rentabilidades.

La *due diligence* previa a la formalización de los préstamos es otro de los requisitos que, sabiendo lo que se busca, pueden también paliar la ausencia de historial con la compañía, en la medida en la que el gestor del fondo sea capaz de determinar con claridad qué preguntas necesitan una respuesta para solicitar la aprobación del préstamo a su comité de inversiones. Por lo general se tratará del tipo de indagación que los comités de riesgo, no siempre en contacto con las compañías, le harían al responsable de la relación en un banco junto con las proyecciones y del análisis de los márgenes históricos: cartera de pedidos, vulnerabilidad de los clientes, contratos nuevos y perdidos, relaciones bancarias, variaciones en el circulante y los inventarios, consolidación entre filiales, o cambios previstos en la estructura de gobierno. Se trata en muchos casos de informaciones que requerirán indagaciones a pie de calle y que van más allá de los planes de negocio y de los modelos cuantitativos. Es aquí en donde se muestra en toda su importancia la experiencia y calidad del equipo gestor, piedra angular del éxito del fondo.

Un equipo gestor capaz de ofrecer la mejor combinación posible de rentabilidad y riesgo a sus inversores ha de contar con una experiencia dilatada en el manejo de la relación con las empresas, proponiendo términos realistas que conduzcan a operaciones aceptables y financiables. Reunirá un conocimiento del riesgo de crédito que combine adecuadamente los aspectos de relación con las habilidades cuantitativas y en la estructuración de operaciones. Y por supuesto ha de tener desarrollado el instinto de crédito, esa cualidad que se adquiere con los años y que le llevará a detenerse en lo importante aunque a veces no sea lo obvio, más allá de los procesos de análisis pautados con los que todo fondo ha de contar.

4. RAZÓN DE SER Y CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE CRÉDITO

El desapalancamiento bancario y consiguiente reducción de los balances de las entidades financieras es una realidad que afecta a todos los sistemas bancarios europeos. Las mayores exigencias de capital exigen o bien recapitalizar las entidades financieras o bien reducir su tamaño. La solución adoptada es una combinación de ambas medidas, pero en cualquier caso exige un desapalancamiento de las entidades financieras.

A finales de 2012 el FMI estimaba que los bancos europeos necesitaban reducir sus balances en una cantidad equivalente a USD 2,6 billones⁸. En esta coyuntura la banca no podrá hacer frente a la demanda total de crédito de las empresas, ni podrá renovar la

⁸ IMF Staff Discussion Note, December 2012: Shadow Banking: Economics and Policy.



totalidad de los préstamos actualmente en cartera a su vencimiento. Esta situación facilita que surjan nuevas vías de financiación no bancarias, entre ellas los fondos de crédito corporativo.

Desde la perspectiva de los inversores institucionales, la actual coyuntura de tipos de interés en niveles mínimos históricos, tanto en el corto plazo como en el largo plazo, obliga a ampliar el abanico de posibles inversiones en activos que puedan proporcionar una mayor rentabilidad, aunque a costa de una menor liquidez durante la vida del producto.

CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE CRÉDITO CORPORATIVO

No existe una definición normativa de los Fondos de Crédito Corporativo. No obstante, se entiende por Fondos de Crédito (Credit Funds) aquellos fondos que invierten en créditos y préstamos directos a empresas.

Este tipo de fondos realizan una fase inicial de captación de patrimonio (*fund raising*) entre inversores. Los principales inversores de los fondos de crédito son institucionales: compañías de seguros, fondos de pensiones, oficinas familiares (*family offices*) e inversores especializados.

Son vehículos generalmente cerrados. Una vez finalizada la fase de captación de patrimonio entre los inversores no es posible acceder al fondo, salvo que se abra una nueva ventana de captación de patrimonio. Los inversores permanecen invertidos en el fondo hasta el vencimiento del mismo, aunque es posible transmitir las participaciones del fondo a un tercero.

Las aportaciones de los inversores se realizan a través de solicitudes de desembolsos parciales (*capital calls*). Los inversores se comprometen a invertir una determinada cantidad de dinero. El fondo, en lugar de solicitar el 100% del importe comprometido al inicio de la vida del fondo, va solicitando desembolsos según se vayan cerrando operaciones de financiación a empresas.

Los fondos no cotizan en un mercado secundario. No obstante, periódicamente se realiza una valoración de los activos integrantes del fondo, habitualmente de forma mensual o trimestral, obteniéndose un valor liquidativo de las participaciones del fondo.

El horizonte de inversión de este tipo de fondos oscila entre siete y diez años, dependiendo de las características y plazos de los créditos y préstamos concedidos por el fondo a las empresas.

Los fondos de créditos pueden apalancarse. Así, el importe destinado a prestar a las empresas podrá ser superior a las aportaciones de los inversores en el fondo gracias a la propia financiación obtenida por el fondo de crédito.

En función de la definición de la política de cada fondo de crédito, existe la posibilidad de pagos de dividendos periódicos, en función de los ingresos del fondo vía el cobro de intereses periódicos.

La liquidación de las participaciones de los fondos puede realizarse diversas formas:



- Según vayan venciendo los últimos créditos en cartera, reintegrando a los inversores el valor de sus participaciones por partes.
- A una fecha fija al vencimiento del fondo, devolviendo en ese momento la totalidad del patrimonio del fondo a los inversores.

Los fondos de crédito corporativo pueden materializar sus inversiones adquiriendo préstamos a otras entidades, vía el mercado secundario, o alternativamente realizando las operaciones en el mercado primario prestando directamente a las empresas.

Mercado Secundario

Dado el proceso de concentración de entidades financieras en España llevado a cabo en los últimos años, determinadas entidades han acumulado un nivel de préstamos a determinadas empresas que superan los límites de concentración recomendables. Este hecho facilita las operaciones de venta de préstamos corporativos en el mercado secundario.

Mercado Primario

Cada fondo de crédito corporativo define en su folleto informativo (*prospectus*) las características de los créditos y préstamos a otorgar a las empresas. La flexibilidad sobre las características de los préstamos sólo queda limitada por las restricciones que se incluyan en el folleto informativo del propio fondo. Algunas de las características de los préstamos a definir en el momento inicial del fondo se enumeran a continuación.

- **Tipo de empresas** susceptibles de recibir financiación. Su delimitación se puede establecer en función de volumen de ventas, en función del EBITDA o del resultado operativo, apalancamiento máximo permitido para poder prestar, determinación de la obligación o no de haber obtenido beneficios en los ejercicios precedentes, en función del sector de actividad, excluyéndose generalmente algunos de ellos como el sector inmobiliario o el sector financiero.
- **Tipo de financiación otorgada.** Los préstamos concedidos por un fondo de crédito pueden tener diversos niveles de prelación:
 - Préstamos senior, con el mayor grado de prelación dentro de los acreedores
 - Préstamos subordinados, cuya prelación es inferior a la de los acreedores con deuda senior.
 - Financiación híbrida, pudiendo llegar a convertirse toda o parte de ella en capital de la empresa.
- **Garantías exigidas**, en su caso. De existir, pueden ser de todo tipo: hipotecarias, sobre ingresos de determinados contratos, o incluso personales.
- **Destino de la financiación** otorgada a la empresa. Algunos fondos condicionan la concesión de financiación a empresas al destino de que se vaya a realizar de los recursos obtenidos. Entre otros:



- **Refinanciaciones.** Sustitución de otro acreedor al vencimiento de la financiación previa o incluso antes del vencimiento en caso de negociaciones bilaterales o multilaterales.
- **Reorganización de pools bancarios.** El fondo de crédito sustituye a uno o varios de los bancos participantes en el pool financiador.
- **Adquisiciones corporativas.** Casos en los que la empresa necesita financiación para llevar a cabo una adquisición corporativa.
- **Financiación de inversiones (CAPEX).** El destino de los fondos es financiar la adquisición de activos ligados a la actividad desarrollada por la empresa.
- **Recapitalizaciones.** Financiación a la empresa para que pueda realizar el pago de un dividendo o devolución de capital o de prima de emisión.
- **Modalidad de los préstamos.** Salvo que el folleto del fondo de crédito establezca determinadas restricciones, la modalidad de los préstamos puede ser dispar:
 - **Préstamos bilaterales,** contratados directamente entre la empresa prestataria y el fondo de crédito.
 - **Club Deal,** el préstamo es realizado de forma conjunta por varias entidades, siendo las condiciones idénticas para todas las entidades financiadoras de la operación.
 - **Préstamos sindicados.** Los prestamistas son un grupo de entidades y el préstamo está estructurado y es administrado por uno o varios bancos comerciales o bancos de inversión. El volumen total de la financiación ofrecida a la entidad suele ser muy elevado para ser asumido por una única entidad.
 - **Bonos privados.** La financiación otorgada por el fondo puede tomar la forma de un bono privado. La empresa emita un bono que es adquirido por el fondo de crédito. Al tener la estructura de bono es factible listar o cotizar el bono en un mercado. Su transmisibilidad posterior, en su caso, es mucho más sencilla y directa.
- **Vencimiento de los préstamos.** El vencimiento de los préstamos concedidos por un fondo de crédito está en función de la duración del mismo fondo. La duración de los préstamos suele oscilar entre 3 y 7 años.
- **Amortización de los préstamos.** Los fondos de crédito gozan de una enorme flexibilidad a la hora de estructurar las operaciones, acomodándose a las circunstancias de cada empresa prestamista. Esta flexibilidad permite establecer:
 - **Periodos de carencia,** tanto de principal como de intereses, de tal forma que no se inicie la devolución del principal o el pago de los intereses hasta pasado un determinado plazo desde la concesión de la financiación.
 - **Devolución íntegra al vencimiento.** En lugar de establecerse cuotas periódicas que incorporan tanto el pago de intereses como la devolución de principal, las cuotas periódicas sólo incluyen el pago de intereses, devolviéndose.
 - **Amortizaciones recurrentes.** Sistema de pago de cuotas fijas según el método francés. Inicialmente de cada cuota el porcentaje de intereses respecto al total de la cuota es muy superior. Según transcurre el tiempo el porcentaje de la cuota que corresponde a devolución de principal se incrementa, reduciéndose el porcentaje que corresponde a pago de intereses.



- Remuneración del préstamo. El tipo de interés a satisfacer por la empresa prestataria puede ser:
 - **Tipo de interés fijo**, fijándose en el momento de la constitución del préstamo. No sufre variaciones durante toda la vida del préstamo.
 - **Tipo variable** tomando como referencia un índice, habitualmente el Euribor adicionándole un diferencial. El tipo de interés a pagar oscilará en función de las variaciones del índice de referencia.

La ventaja principal de los fondos de crédito frente a la financiación tradicional bancaria reside en la flexibilidad del fondo a la hora de definir las condiciones de cada uno de los préstamos, sólo limitada por las restricciones incluidas en la política de inversión recogida en el folleto informativo del fondo.

5. DIFERENCIA ENTRE LOS FONDOS DE CRÉDITO Y LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO

Las principales similitudes entre los fondos de crédito y los fondos de capital residen en la forma de constituir el patrimonio, a través de proceso de captación de patrimonio (fund raising) y en el carácter de fondos cerrados: los inversores permanecen en ambos tipos de fondos desde la constitución hasta su liquidación. Excepcionalmente es factible vender la participación a un tercero, pero no existe un mercado líquido que garantice la venta en un momento determinado a un precio preestablecido.

Las diferencias entre ambos tipos de fondos son notables:

- **Riesgo asumido.** Los fondos de crédito son acreedores de la sociedad. La financiación proporcionada se considera financiación ajena, nunca financiación propia. Por tanto, en caso de insolvencia de la compañía prestataria el fondo de crédito tendrá prelación en el cobro de la deuda. El fondo de capital riesgo invierte en capital, por tanto, en caso de insolvencia tendrán preferencia de cobro todos los acreedores.
- **Retorno obtenido.** El menor riesgo asumido por los fondos de crédito en comparación con los fondos de capital riesgo hace que el retorno esperado sea inferior. El fondo de crédito cobra de las empresas prestatarias el interés pactado, sea este fijo o variable. El pago del mismo no está condicionado a la obtención de resultados por parte de la empresa. La devolución del principal se produce en el momento en que se haya acordado, periódicamente o a una fecha fija. Por el contrario, el retorno de las inversiones de los fondos de capital riesgo en las empresas se obtiene por la venta de la participación en el capital social de la compañía a un tercero. Es necesaria una venta de la participación en el capital de la empresa para materializar el beneficio.
- **Frecuencia de las operaciones.** Las empresas necesitan financiación ajena de forma recurrente en el tiempo. No son operaciones puntuales. Así, los fondos de crédito pueden ser financiadores de una misma empresa en repetidas ocasiones: bien el mismo fondo, bien otro fondo distinto.



En toda la vida de una empresa puede llegar a realizar, una, dos o, como mucho, tres operaciones con fondos de capital riesgo, pero el número de operaciones es limitado.

6. CONCLUSIÓN

Los cambios en la composición del sector bancario, con la desaparición de un elevado número de entidades vía concentración del sector, y la nueva normativa internacional (Basilea III) que limita el apalancamiento bancario, exigiendo mayores niveles de capital, limitan la capacidad del sector bancario para financiar al conjunto del tejido empresarial.

El modelo norteamericano, donde la financiación no bancaria supone más de tres cuartas partes de la financiación empresarial es el referente en el que se ha de mirar Europa y, con mayor intensidad, España. La financiación bancaria seguirá siendo por muchos años la principal vía de financiación empresarial, pero las limitaciones regulatorias y de capital harán que vayan consolidándose otras vías de financiación empresarial ajenas, pero complementarias, al canal bancario.

La aparición de fondos de crédito corporativo no es un hecho puntual y coyuntural, sino que es una realidad que viene a llenar el *gap* generado entre la oferta y demanda de crédito empresarial.