



Alternativas de financiación empresarial no bancaria

Seminarios ICO

19 de Noviembre de 2012

Fernando Fernández

fernando.fernandez@ie.edu

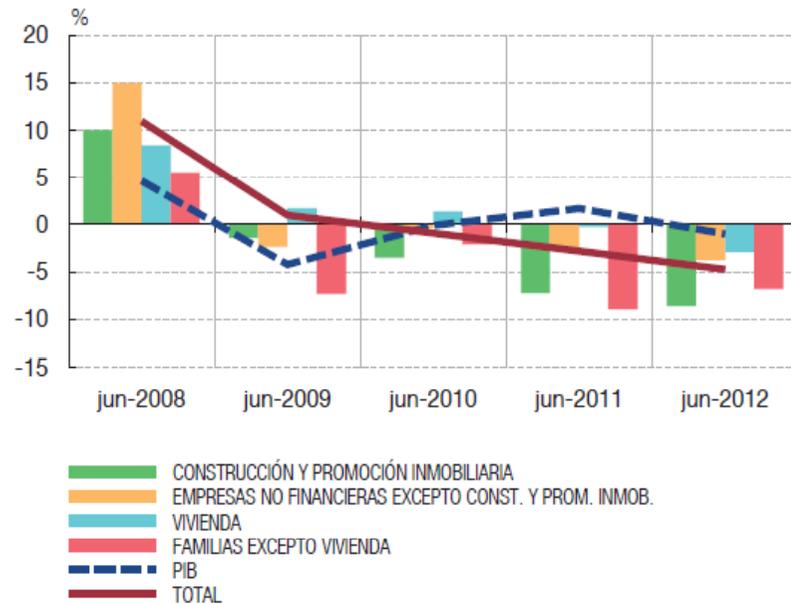


- Tras las crisis bancarias sube el peso de la financiación vía mercado de capitales, España está claramente retrasada vs. EU y vs. EEUU.
- La situación del sistema financiero español está estrangulando el crédito en PYMES solventes y no solventes. No es previsible que cambie en un horizonte razonable
- Entre 2008 y 2011 la banca ha reducido su inversión crediticia un 4,7%, el 61% de la contracción se ha concentrado en corporates no inmobiliarias, sobre todo PYMES (€ 53.500 millones).
- Reducir el *Loan to Deposits ratio* se ha convertido en una necesidad, acelerada por el MoU
- Las PYMES han financiado activo fijo con líneas de circulante, hay que reacomodar sus pasivos adecuándolos a los activos.
- Basel III amenaza también la financiación de proyectos, situación muy preocupante para las ingenierías.
- El ahorro español es ilíquido y desequilibrado, el 80% en inmobiliario.
- Necesidad de construir un mercado basándose en un “*pull model*” partiendo de las necesidades del inversor.

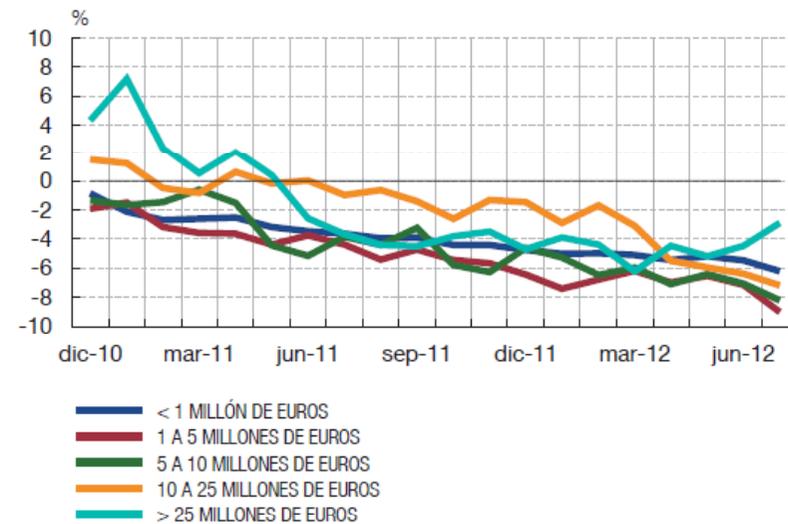
- La economía española ha de transformarse hacia una financiación vía mercados si quiere evitar el *credit crunch*
- Los mercados de *high yield* precisan de nocionales mínimos de 125 millones de euros, por lo que muchas empresas quedan fuera de esta vía de financiación.
- Hay que distinguir el *venture capital* del *private equity*. El primero sí actúa como financiador de empresas jóvenes en crecimientos, pero en España prácticamente no existe.
- MAB y MARF son una de las pocas vías de financiación efectivas para empresas que busquen entre 3 y 125 millones de euros. Sin embargo, no funcionan. Apenas hay dinero institucional español con capacidad para invertir en ellos.
- Para desarrollar las bases inversoras, los gobiernos han propiciado marcos fiscales favorables.
- MAB y MARF representan una oportunidad para acceder a compañías que operan en sectores nicho no representados en bolsa, con tasas de crecimiento muy atractivas.
- Son una oportunidad para gestoras españolas activas

- Evolución del crédito
- Sector no inmobiliario y por tamaño empresa

A. TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD



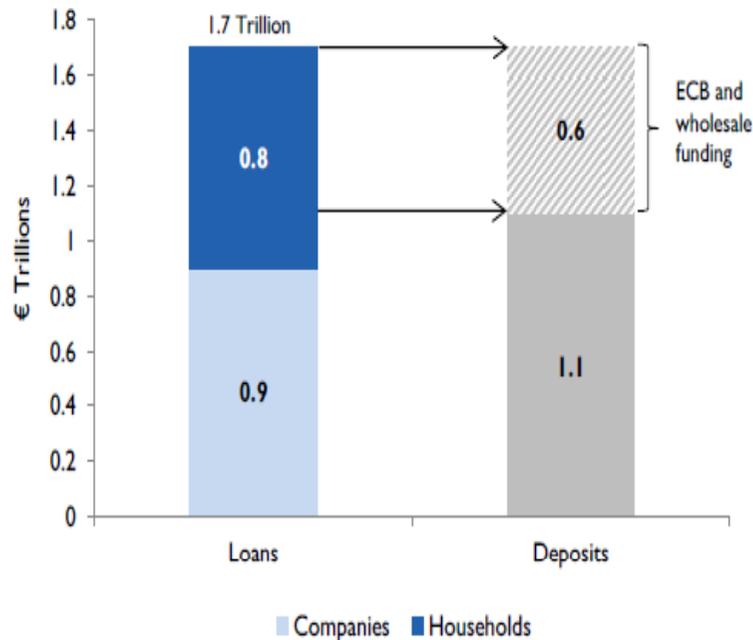
D. TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS DISTINTAS DE LAS DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN, POR TAMAÑO DE LA EMPRESA (a)



Fuente: Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera, junio 2012

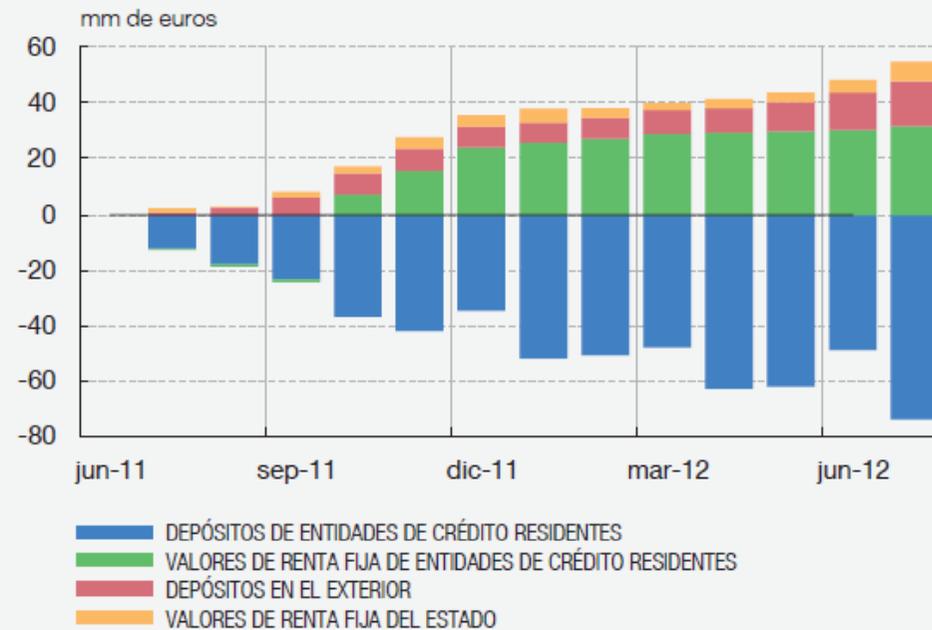
- *Ratio Loan to deposits* cercano al 160%
- Y los depósitos no van acrecer. No lo están haciendo

Financial System Loan Book Funding Structure

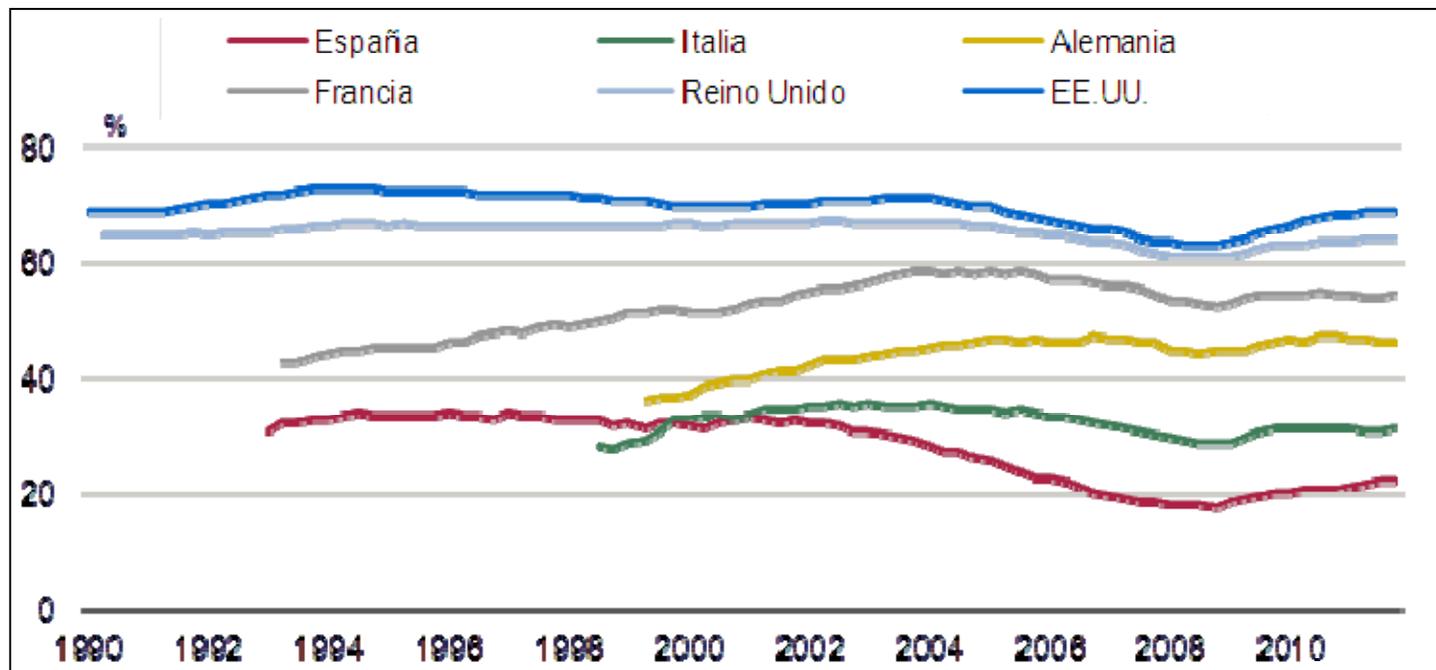


Source: Arcano. Bank of Spain

C. ACTIVOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación acumulada desde junio de 2011



- Financiación a empresas través del Mercado de Capitales (M) vs. a través de Bancos (B) $M/(M+B) \%$



Fuente: Arcano

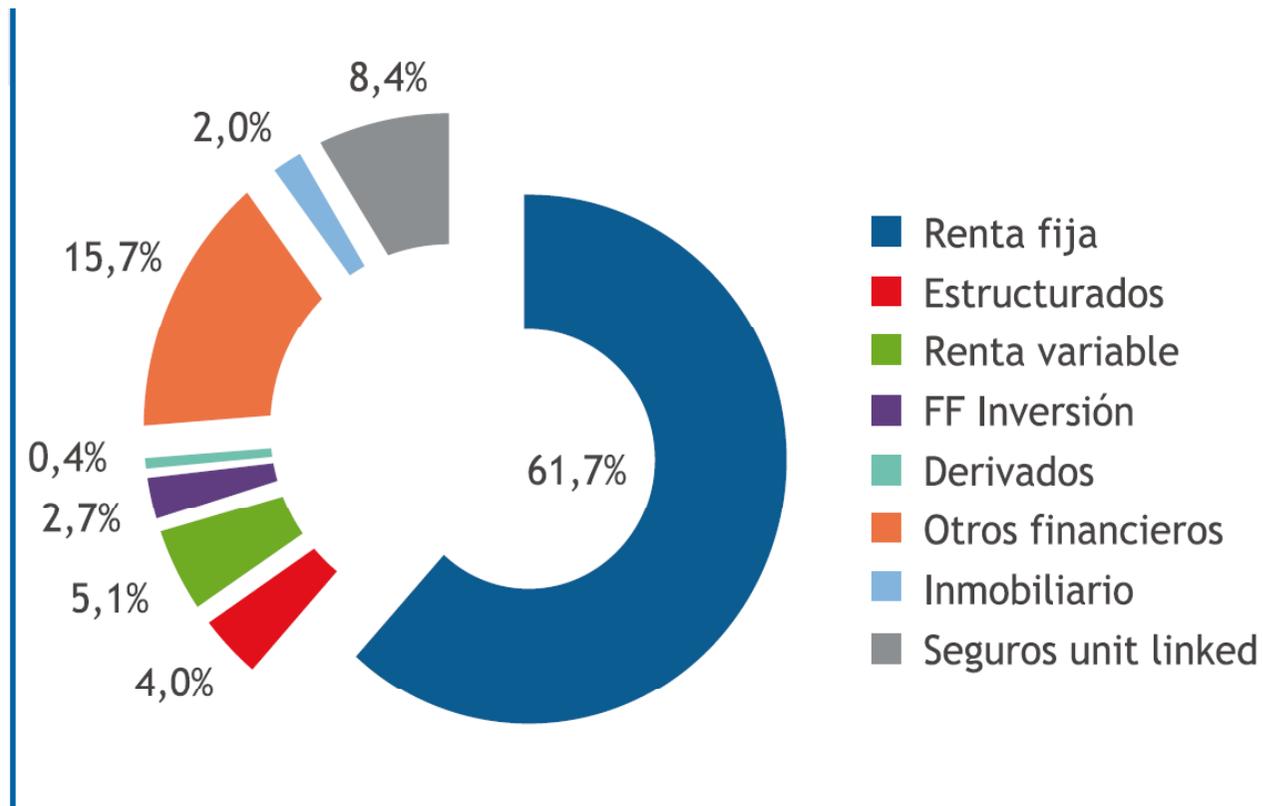
- La estructura del ahorro español no es precisamente líquida

Asset split of households (% of total assets)



Source: Oliver Wyman

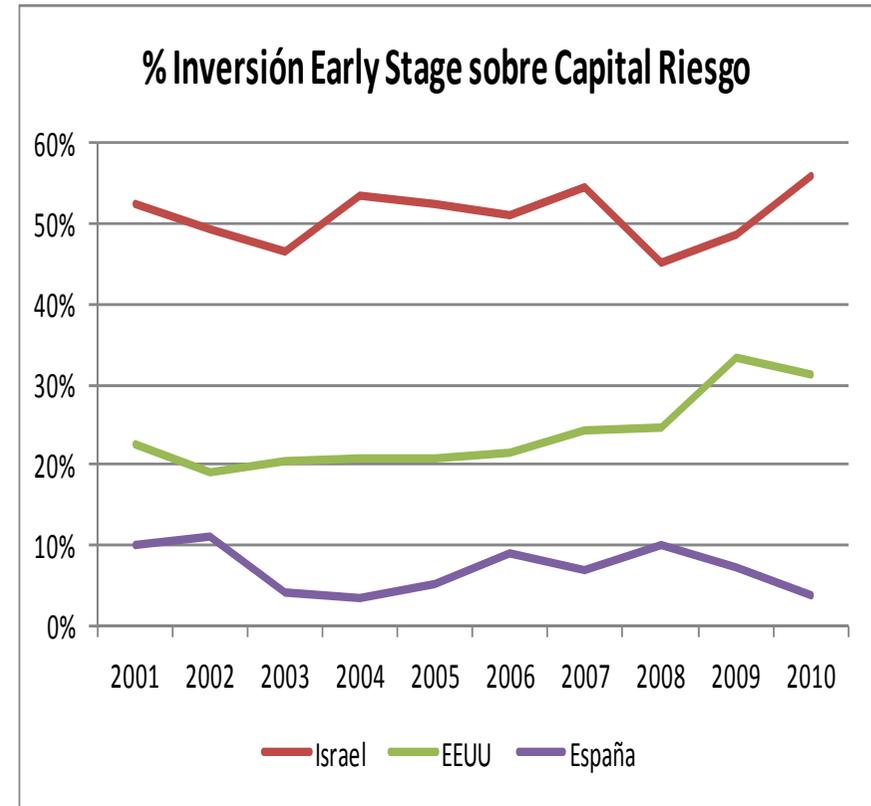
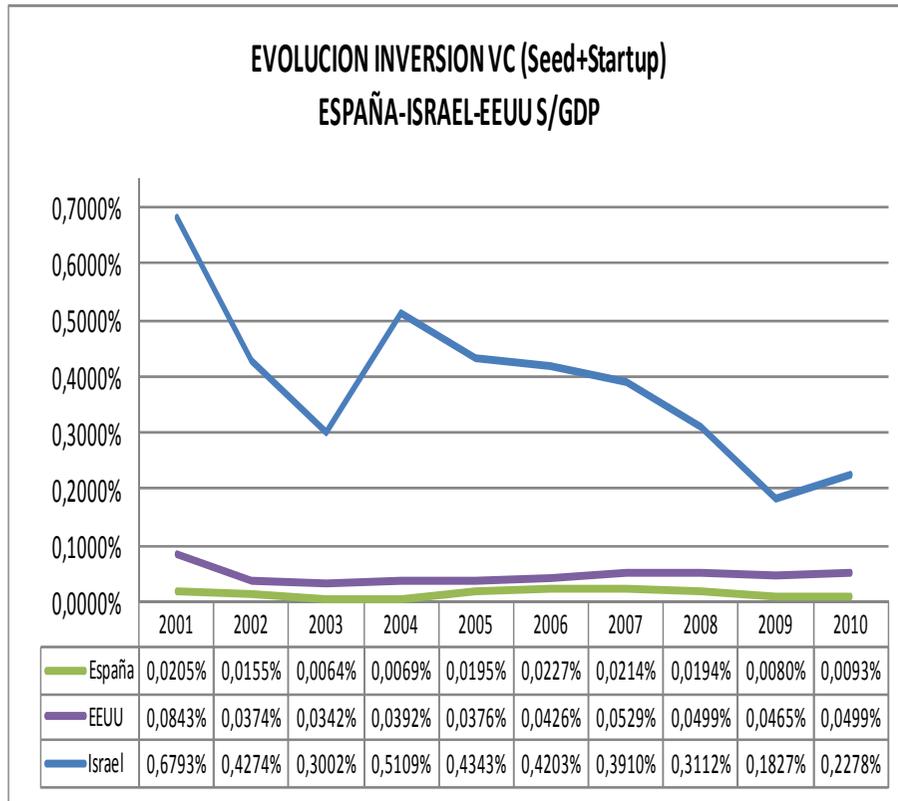
- Y el ahorro financiero es en renta fija



- Algunas consideraciones para el desarrollo del mercado
 - Base inversora – institucional, implica que el nuevo mercado sea considerado apto por CNMV y DGS rápidamente, posibilidad de agregar un tramo *retail*.
 - No discriminación fiscal (MAB-Continuo).
 - Posibilidad de contemplar Incentivos fiscales hasta crear la industria inversora.
 - Asesor Registrado / colocador – relevancia de conocimiento de mercado de capitales, es elemento pivotal en la colocación institucional, se juega su prestigio y asegura información recurrente y eventualmente, análisis post emisión.
 - Rating – privado, público, nacional, aseguradoras de crédito, análisis de crédito por parte de un broker- asesor registrado.
 - Emisores – marcas muy reconocidas, *yields* de doble dígito, programas multianuales para abaratar *all in cost*.

- Posibles instrumentos a cotizar
 - **Pagarés hasta tres años**, capital circulante, emisión mínima 10-15 millones, EBITDA mínimo 5-7 m. Programas MTN para abaratar costes en programas multianuales. Analizar aseguradoras de crédito. Mantiene el empleo
 - **Bonos hasta seis años para financiar inversión en activo fijo**, posibilidad de rating privado. EBITDA mínimo 5-7 millones de euros. Financia la creación de empleo.
 - **Para las empresas más pequeñas**,
 - Programas de unos € 200 m. de titulización de líneas de circulante de bancos, con retención del *first loss* por parte del banco, aval *quasi equity* del Tesoro o ICO, multiplicando el efecto inversor oficial.
 - Programas de cédulas de unos € 100-200 m. aportando las pymes cuentas a cobrar tipo *factoring* de un mismo emisor, tipo una Comunidad Autónoma o una gran empresa, posibilidad de establecer *first loss* y aval del Tesoro
 - Posibilidad de cotizar bonos proyectos que replacen al *project finance* (emisiones de 25 millones en adelante).

- Un escenario perfectamente describable
- Donde además invertimos tarde



Fuente: Money Tree. Ascri

- No existe fiscalidad discriminada frente al *Private Equity*
- Poca promoción de proyectos por general partners debido al bajo ticket de las inversiones.
- Falta de cultura inversora institucional en tecnología.
- No discriminación de retornos apalancados / desapalancados crea una falsa concepción de riesgo mayor.
- Falta de ejemplos de éxito vía salidas
- Ausencia de salidas a bolsa.

- Empresas de calidad desde el punto de vista fundamental.
- Historia atractiva en términos de crecimientos y creación de valor
- Tasas de crecimiento a futuro atractivas pero coherentes con las pasadas.
- Barreras de entrada. Sectores de nicho
- Presencia internacional o plan estratégico exposición exterior.
- Oportunidades de consolidación en el sector.
- Equipo directivo de alto nivel.
- Normas básicas de buen gobierno.
- Valoración razonable.
- Un mínimo de liquidez.
- Compromiso de análisis de calidad.

- En España casi no hay dinero en renta variable y menos en renta variable pura en bolsa española. La inmensa mayoría en estrategias ligadas al IBEX, con costes elevados salvo excepciones.
- Los 25.000 en garantizados no sirven para financiar.
- La mayoría de las gestoras tienen base inversora *retail*, son alérgicas al riesgo, MAB está fuera de los índices de referencia, y los *risk officers* no permiten tomar posiciones.
- Las aseguradoras apenas invierten en *equity*, y sus posiciones se centran en *large caps* europeas.
- Las grandes SICAV tienen ventajas fiscales, pero su inversión en MAB es ridícula. Se podría considerar una regulación que les fuerce a invertir en MAB a cambio de su fiscalidad.
- Los fondos de pensiones apenas han invertido «si me equivoco en Telefónica nadie me dice nada, si me equivoco en una empresa de MAB la comisión de control me pondrá problemas».
- Los fondos extranjeros de microcap no invierten en España por imagen país.
- Los fondos de capital riesgo no invierten en MAB por filosofía.
- MAB ha de presentarse como una alternativa más líquida y mejor supervisada que el *Private Equity*, con retornos desapalancados.
- Es crucial que aparezca un buy side ad hoc para MAB, como ocurre en Francia o el Reino Unido.

- El MAB representa una vía de acceso a compañías en sectores nicho generalmente poco o no representados en bolsa y con perspectivas de crecimiento muy atractivas.
- Las *smallcaps* muestran históricamente retornos superiores a las *largecaps*:
- Los gestores de fondos españoles tienen la posibilidad de ampliar el abanico de inversión y ganar exposición a valores con rentabilidades atractivas con estrategias de retorno absoluto que justifiquen su razón de ser.
- El MAB puede atraer tanto inversores institucionales como inversores privados. Las compañías del MAB pueden representar un producto innovador y atractivo para clientes de banca privada y *family office*. Con todo, la base inversora en España para MAB es hoy en día más que cuestionable y languideciente.
- En Londres y París han surgido gestoras especializadas en invertir exclusivamente en compañías del AIM. Una vez que el MAB alcance un tamaño crítico existirá una oportunidad para florezcan igualmente entidades españolas que al ser independientes, puedan crear fondos especializados en compañías MAB.
- Los *Venture Capital Trusts* (VCT) son vehículos de inversión colectiva que se benefician de incentivos fiscales y cuyo objetivo de inversión son pequeñas compañías en expansión. Las compañías cotizadas en mercados alternativos son activos aptos para este tipo de fondos que se aproximan mucho al estilo de inversión de los fondos de capital riesgo.
- ¿Qué tiene que cambiar para que se desarrolle una base inversora?