

Hacia la desintermediación bancaria

La reducción en la disponibilidad del crédito bancario en el contexto económico actual, así como las mayores exigencias impuestas por las entidades financieras a los prestatarios, está llevando a las compañías a la búsqueda de fuentes de financiación alternativas, entre las que destaca la emisión de bonos en mercado primario. No obstante el nivel de emisiones corporativas a nivel domestico es todavía testimonial.

Javier Castelo

La disponibilidad de crédito bancario, cuya abundancia ha constituido un rasgo estructural del mercado financiero español, se ha reducido drásticamente, en un contexto de dificultades de las entidades financieras. Aunque paulatinamente debería recuperarse la concesión del crédito, es indudable que el escenario a medio y largo plazo apunta a un volumen de financiación bancaria disponible, muy inferior al registrado históricamente en el sector empresarial español.

Así mismo la financiación bancaria se ha encarecido para las empresas, y las renovaciones de deuda y nuevas disposiciones están suponiendo aumentos en los diferenciales. En este sentido, los bancos están repercutiendo en la financiación corporativa sus propios problemas de financiación y los mayores requerimientos de solvencia, así como la mayor percepción de riesgo de crédito por el difícil contexto económico.

En el actual contexto de restricción crediticia, el proceso de concesión de financiación se ha vuelto más exigente para el prestatario, y las garantías exigidas por las entidades se han endurecido, tanto en relación a la



demonstración de la capacidad de repago como a las garantías explícitas (hipotecas, aportaciones de socios o avales personales entre otras).

Adicionalmente, en el entorno de concentración del sector bancario español, se están produciendo modificaciones en la interlocución entre las compañías y las entidades, con una paulatina pérdida de la tradicional cercanía entre empresa y entidad.

RENTING UNICAJA

RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO



Unicaja
empresas

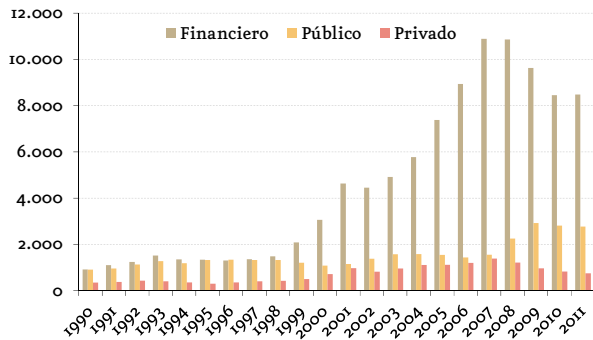
Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

- 1. Estrene coche cuando quiera
- 2. Pague una sola cuota y no se lleve sorpresas
- 3. Libere el molinero de ventajas fiscales
- 4. Disfrute del bajo consumo
- 5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicaja.es y ¡buen viaje!

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

Emisiones brutas en España. 1990-2011



Fuente: BCE

Esta nueva situación de la financiación bancaria, menos abundante, más cara y con mayores exigencias para el prestatario, ha configurado un nuevo modelo de financiación bancaria, claramente distinto al existente tradicionalmente en España, que está obligando a las compañías a plantearse un cambio en su estrategia de gestión de la estructura de capital.

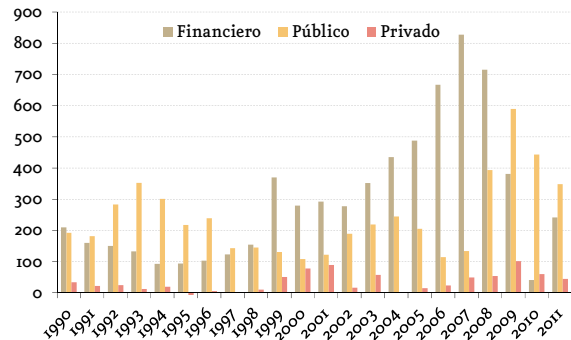
Este cambio comprende la búsqueda de fuentes de financiación externa alternativa, la búsqueda de ventanas de captación de recursos financieros, la utilización de instrumentos financieros innovadores, la elaboración de planes de generación de liquidez, la financiación en mercados internacionales, con financiadores extranjeros y en otras divisas, así como la gestión de los instrumentos de retorno al accionista.

La nueva estrategia financiera a adoptar tendrá impacto en las distintas áreas de las empresas, tales como la dirección financiera, mercados de capitales, gestión de riesgos, gestión de tesorería, contabilidad o fiscalidad entre otras.

A excepción de las grandes compañías cotizadas, son muy pocas las empresas españolas que se han planteado la emisión de bonos, debido fundamentalmente a las siguientes razones:

- La disponibilidad de crédito bancario no hacía necesaria la búsqueda de fuentes de financiación alternativas
- La financiación a través de bonos constituía una fuente de financiación significativamente más cara que la bancaria
- Los costes de emisión, tanto explícitos (coste del proceso de colocación) como implícitos (pérdida de privacidad por la salida a los mercados), disparaban aún más el coste de financiación
- Las empresas no percibían los covenants

Emisiones netas en España. 1990-2011



Fuente: BCE

bancarios como una restricción efectiva a su gestión, dado que se cumplían holgadamente en entornos de mercado favorables

- La emisión de bonos se consideraba restringida a empresas cotizadas y a empresas con rating público

No obstante, desde 2010 las emisiones de bonos han aumentado significativamente, sobre todo en empresas encuadradas en el segmento high yield, incluyendo muchas empresas no cotizadas (o cotizadas "no IBEX") y sin rating público.

El diferencial del coste de una emisión de bonos respecto a la financiación bancaria se ha acortado significativamente, aunque sigue siendo más cara. No obstante, proporciona a las compañías una serie de ventajas:

- Acceso a mayores volúmenes de deuda de los que podrían obtener bancariamente
- Posibilidad de acceder a mercados exteriores y a financiación en divisas
- Mayor flexibilidad en la estructuración del repago (posibilidades de amortizaciones bullet o amortizaciones anticipadas)
- Restricciones, o covenants, muy inferiores en la gestión de las empresas
- Mayor libertad para repartir fondos a los accionistas

LAS EMISIONES DE DEUDA, A LO LARGO DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS, SE HAN CONCENTRADO EN EL SECTOR FINANCIERO Y EL SECTOR PÚBLICO

El mercado de deuda ha estado dominado tradicionalmente por las entidades financieras, así como en menor medida por el sector público, tanto a nivel europeo, como a nivel doméstico.

RENTING UNICAJA

RENTING, MUCHO MÁS
QUE UN COCHE NUEVO



Unicaja
empresas

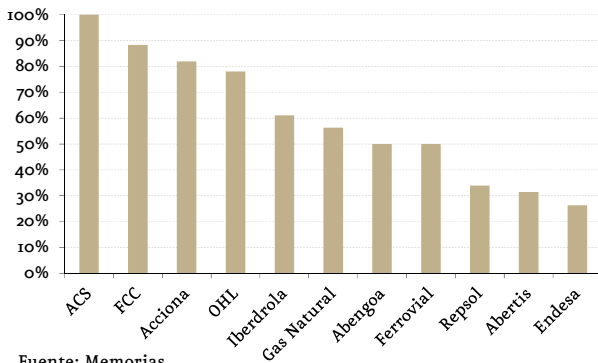
Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

1. Estrene coche cuando quiera
2. Pague una sola cuota y no se lleve sorpresas
3. Llame el número de ventajas fiscales
4. Disfrute del bajo consumo
5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicaja.es y ¡buen viaje!

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

% Deuda bancaria sobre total deuda



Fuente: Memorias

A lo largo de la última década en Europa, la cuota representada por el sector financiero en emisiones brutas es del 67%, mientras que el sector público ha representado el 22%. El sector privado corporativo representa una pequeña parte de este mercado, con una cuota del 11%.

A nivel doméstico, la foto a nivel de emisiones brutas es muy similar a la observada a nivel europeo: el sector financiero y el sector público han absorbido el protagonismo y el sector privado corporativo no ha registrado prácticamente actividad.

En términos netos (captación de nuevo dinero), y a nivel europeo, son también el sector público y el sector financiero los que han dominado tradicionalmente el mercado de deuda (94% del total de las emisiones netas). En el período más reciente, sin embargo, es el sector público el que ha absorbido en mayor medida los recursos nuevos captados en el mercado, con una cuota del 57%. El sector privado corporativo se mantiene muy alejado de las cuotas del resto, si bien en el período 2009-2011 ha incrementado ligeramente su peso relativo, con un 8% frente al 6% de media histórica.

En cuanto al mercado doméstico, la presencia del sector privado corporativo es testimonial, con tan sólo un 0,1% del dinero nuevo captado por los diferentes emisores en España a lo largo de los últimos 3 ejercicios. Las posibles razones son:

- Dependencia histórica del crédito bancario
- Excepcionales condiciones de aversión al riesgo que han presidido el comportamiento de los mercados financieros a lo largo de los últimos 3 años

EMISIONES CORPORATIVAS RECIENTES EN EL MERCADO EUROPEO

Tan sólo el 2,5% del importe total emitido en Europa en el ejercicio 2012 corresponde al sector privado

COSTES DE EMISIÓN 2010

	Rating	Vencimiento	Coste*
Iberdrola	A -	13/10/2016	3,55%
Telefónica	BBB+	24/03/2015	3,33%
Telefónica	BBB+	16/09/2010	3,48%
Gas Natural	BBB	27/01/2015	3,50%
Gas Natural	BBB	26/01/2018	3,50%
OHL	BB-	28/04/2015	7,50%

*Tipo medio swap al vencimiento más spread de la emisión.

No incluye comisiones.

Fuente: Bloomberg.

corporativo, representado por grandes compañías como Allianz, Volkswagen o Codere entre otras. Compañías que cuentan con una calificación crediticia dentro del rango de *investment grade*.

Las compañías de menor tamaño no han realizado emisiones durante este año.

El mercado europeo de emisiones privadas corporativas se encuentra dominado por compañías alemanas y suecas, debido al menor riesgo país percibido por los inversores, que se ve reflejado en el menor tipo de interés de los bonos públicos de dichas economías. Entre los sectores más activos en la emisión de deuda privada han destacado los sectores automoción, telecomunicaciones y químico.

No obstante, el volumen medio de estas emisiones es muy inferior al alcanzado por las emisiones del sector público o del sector financiero.

EMISIONES CORPORATIVAS RECIENTES EN EL MERCADO DOMÉSTICO

A nivel nacional, el 90% de las emisiones realizadas en el ejercicio 2012, han sido llevadas a cabo por el sector público, mientras que tan sólo el 2% corresponde al sector privado corporativo, estando representado, al igual que en Europa, por grandes compañías tales como Telefónica, Gas Natural e Iberdrola.

A pesar del reducido protagonismo de las empresas en las emisiones de deuda realizadas en 2012, muchas empresas han optado por reducir la dependencia de la financiación bancaria tradicional, en los últimos años, entre las que destacan Iberdrola, Repsol o Endesa entre otras.

A pesar de que la apelación al mercado de deuda puede resultar más cara que la financiación bancaria tradicional, permite contar con una fuente de financiación adicional vital en un momento de cierre del canal bancario ::

RENTING UNICAJA

RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO



Unicaja empresas

Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

1. Estrene coche cuando quiera
2. Pague una sola cuota y no se lleve sorpresas
3. Llame el número de ventajas fiscales
4. Disfrute del bajo consumo
5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicaja.es y ¡buen viaje!

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

EMISIONES RECIENTES DE EMPRESAS CORPORATIVAS. EUROPA

	Rating	Sector	Importe*	Vencimiento	Coste**
Ineos	A-	Química	2.500	15/02/2019	9,11%
Atlántia	A-	Ingeniería/Automoción	1.000	08/02/2019	5,31%
Codere	A-	Ocio	600	15/02/2019	9,91%
Volkswagen	A-	Automoción	250	19/01/2015	2,74%

*En millones EUR. **Tipo de swap al vencimiento más spread de la emisión. No incluye comisiones.

Fuente: Bloomberg.

EMISIONES RECIENTES DE EMPRESAS CORPORATIVAS. ESPAÑA

	Rating	Sector	Importe*	Vencimiento	Coste**
Telefónica	BBB+	Telecom	1.500	21/02/2018	5,45%
ACS	-	Construcción	1.380	10/07/2015	4,71%
Gas Natural	BBB	Energía	750	13/02/2018	5,88%
Iberdrola	A-	Utilities	400	25/01/2016	5,66%
Pescanova	-	Alimentación	160	17/02/2019	8,88%

*En millones EUR. **Tipo de swap al vencimiento más spread de la emisión. No incluye comisiones.

Fuente: Bloomberg.

RENTING UNICAJA

RENTING, MUCHO MÁS
QUE UN COCHE NUEVO



Unicaja
empresas

Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

- 1. Estrene coche cuando quiera
- 2. Pague una sola cuota y no se lleve sorpresas
- 3. Llame al mecánico de Unicaja fiscal
- 4. Disfrute del bajo consumo
- 5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicajas.es y ¡buen viaje!

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía