

Cerca de €40.000M -del total de €100.000M- del programa de avales ICO seguirán dotando de liquidez a las compañías españolas este verano. Su "efecto placebo" está mitigando situaciones de impago y generando una falsa sensación de tranquilidad. Pero, a partir del próximo mes de septiembre, se abrirá un momento especialmente beneficioso para que las compañías refinancien y reestructuren su deuda a más largo plazo. Ante la incertidumbre imperante, las estructuras de deuda con derechos económicos sobre el valor futuro de las compañías también se revelan como una solución muy valiosa, evitando la temida dilución accionarial y ayudando a salvar los desajustes de valoración entre comprador y vendedor.

"EL EFECTO PLACEBO DEL ICO ESTÁ GENERANDO UNA FALSA SENSACIÓN DE TRANQUILIDAD"

Las líneas ICO y el apoyo de los bancos están dotando de liquidez a las compañías pero, ¿qué pasará cuando se acabe esta financiación de emergencia?

Sin duda, las compañías se han acogido al ICO de forma masiva como la primera herramienta para lograr liquidez a muy corto plazo. Y los bancos, por su parte, se han centrado en proporcionar liquidez y en canalizar su crédito a través de estas líneas de financiación que, además, no dañan su coeficiente de solvencia ni la calidad crediticia de sus carteras. Esto es importante. El programa de crédito avalado por el ICO está frenando la hemorragia y protegiendo el tejido empresarial, pero esta financiación de emergencia y transitoria debería dar paso a una revisión estratégica de las estructuras de deuda, capaz de ofrecer soluciones a medio y largo plazo. Con el ICO no se está utilizando toda la fortaleza del sistema financiero para dotar de liquidez a las compañías españolas. De momento, las empresas están hibernando, alargando los ERTes, acudiendo al ICO y acogidos a todos los aplazamientos de pago posibles, pero muchas compañías todavía no han hecho un plan de contingencia. Y la realidad es que tras acudir al ICO están ahora más endeudadas y existe una gran incertidumbre sobre la recuperación de la actividad en

muchos sectores. Hemos vivido otras crisis financieras, pero nunca sanitarias. La situación actual no tiene precedentes y generará cambios en los hábitos de consumo que todavía están por determinar, obligando a reorientar estratégicamente la actividad y los negocios ante el shock de demanda, que está impactando dramáticamente en el cash-flow.

Entonces, a partir de septiembre de 2020, ¿cree que habrá una vuelta de las refinanciaciones?

Las entidades financieras deben mantener abiertas las líneas de circulante de sus clientes hasta el próximo 30 de septiembre. Es decir, en lo que queda de verano, los bancos van a agotar los €40.000M

restantes que quedan -tras sumar el segundo tramo por otros 20.000M- del total de €100.000M de los préstamos ICO. Al ritmo actual, lo habrán agotado antes de esa fecha. El ICO está generando un "efecto placebo", mitigando las situaciones de impago y, hasta el 30 de septiembre, digamos que la situación es de una "alarmante tranquilidad". Pero, por desgracia, esta primera financiación de emergencia es un parche, una solución temporal.

Un aspecto diferencial respecto a la crisis anterior es que en 2008 no había liquidez, ni crédito, ni dinero nuevo...

Así es. Las refinanciaciones se realizaron, en gran medida, en situaciones de morosidad y con exigencias de dotaciones altísimas. Sin embargo, en el entorno actual hay mucha liquidez y dinero nuevo y el ratio de solvencia de la banca española se ha reforzado. Además, han surgido nuevos prestamistas. Durante la última década, los fondos de deuda han multiplicado sus activos bajo gestión y su penetración en el mercado ha crecido de forma importante, por lo que su papel en esta crisis será fundamental. Todos estos factores de liquidez, la fortaleza bancaria y las mayores alternativas de financiación nos posicionan en un escenario más favorable que en 2008. Además, los inversores de deuda, tanto bancarios como alternativos, y el mismo regulador, cuentan con el bagaje y la experiencia de la crisis anterior.

Todavía hay un déficit importante entre el colchón financiero de los bancos, cifrado por el Banco de España en unos €28.000M, y los €150.000M que generará la crisis sanitaria...

Sí, el Banco de España ha cifrado el "colchón voluntario" de CET1 de la banca española, que podría utilizarse para la absorción de pérdidas inesperadas asociadas al Covid-19, en €28.000M. Es cierto que, con los €100.000M del ICO, y teniendo en cuenta que los bancos en realidad ponen entre un 20% y un 33%, realmente están llegando a las empresas españolas unos €133.000M. Veremos si



resultan suficientes. De todos modos, como decía antes, las entidades bancarias cuentan con niveles de solvencia y de capital significativamente superiores a los requisitos mínimos regulatorios, -con una solvencia media del 11,54%- que pueden utilizarse para absorber pérdidas inesperadas. Es verdad que es una ratio más baja que la media europea, pero se sitúa por encima de los requerimientos regulatorios mínimos. Por eso, la previsión es que esas ratios de solvencia, examinadas bajo lupa, se puedan relajar para paliar ese déficit. Si además el BCE suaviza las exigencias de provisiones a dotar para créditos impagados por el Covid-19, la financiación que llegará a las empresas crecerá de forma importante.

Si el BCE relaja los requerimientos, ¿los bancos abrirán aún más el grifo de la financiación?

El Banco Europeo ya ha anunciado que será flexible y menos exigente con las provisiones que deben hacer los bancos en los créditos impagados a causa de la pandemia. Esta flexibilización dotará de mecanismos a la banca para poder conceder dinero nuevo y refinanciar deuda, aumentando los plazos y concediendo carencias sin necesidad de dañar el coeficiente de solvencia de sus carteras. Por eso, desde Grant Thornton estimamos que se abre una ventana de oportunidad muy importante para que las compañías puedan revisar sus estructuras de deuda. Abogamos por seguir acudiendo al ICO, que es una herramienta muy valiosa, pero haciendo una evaluación mucho más profunda y estricta de la estructura de deuda de cada compañía y de sus necesidades de liquidez a medio y largo plazo.

Muchos fondos de deuda están protegiendo sus carteras, ¿en qué casos pueden ser una buena alternativa para las pymes españolas?

Efectivamente, muchos han recurrido al ICO y han tenido que novar o gestionar una dispensa temporal o "waiver" para convertir sus intereses cash en PIK y poder así dotar de liquidez a las compañías participadas y/o han suavizado las ratios de covenants. Creemos que a los fondos de deuda les esperan años de gran actividad, tanto al invertido como al nuevo, ya que, por sus capacidades y su flexibilidad, tendrán la oportunidad de crear un gran valor. Sin duda, van a jugar un papel crucial pero sólo en compañías de cierto tamaño, con ebitda normalizado superior a €3M. Por debajo de ese tamaño, es difícil que las compañías puedan asumir el coste al que prestan este tipo de fondos de

direct lending de crecimiento, -no de tipo distress ni turnaround-, situado generalmente por encima del 6%. Por lo tanto, gran parte del tejido empresarial español, las pymes de hasta los €3M de ebitda, siguen estando bancarizadas.

Como asesores, ¿qué nuevas soluciones ad hoc están utilizando para optimizar las estructuras de capital?

Estamos empleando con éxito nuevas fórmulas como estructuras de deuda híbrida con derechos económicos, que probablemente se revelarán como un duro competidor para el private equity en la medida en que evitan la temida dilución accionarial y ayudan a salvar los desajustes entre comprador y vendedor en la valoración a futuro de las compañías. Al no estar sujetas a un pacto de accionistas o derechos de arrastre,

“ Al private equity le ha salido un duro competidor en las estructuras de deuda con derechos económicos. Este tipo de soluciones evitan la temida dilución y ayudan a salvar los desajustes de valoración ”

facilitan de forma importante los acuerdos. Los fondos de deuda están viendo en estas estructuras de deuda híbrida una solución óptima para invertir, aplicando un derecho económico a la potencial salida o recompra por parte de la familia y de los accionistas actuales. Es una figura que estamos poniendo en práctica con muy buena acogida del mercado. Por un lado, reconforta al accionista que no necesita diluirse y, al mismo tiempo, financia una estructura de deuda a largo plazo, con flexibilidad en cash y PIK en los intereses fijados. Creemos que estas estructuras aumentarán las posibilidades de llegar a acuerdos y facilitarán las operaciones en un escenario donde impera la incertidumbre.

Ya para terminar, ¿cómo están apoyando al private equity en la gestión de sus carteras y en la continuidad del negocio?

Claramente, los fondos de private equity están poniendo todos sus medios en analizar el impacto de la crisis en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia y vislumbrando cómo serán sus posiciones de salida. Están acudiendo a nosotros para que les ayudemos a diagnosticar el impacto en sus carteras y en los potenciales retornos. Muchos fondos tienen liquidez para invertir, porque levantaron capital los últimos años, la dificultad está en salvar los desajustes de valoración existentes e invertir con menores ratios de apalancamiento bancario, que están obligando a inyectar más equity en las inversiones. En este sentido, creemos que los fondos de deuda pueden ser el sustituto natural para compensar ese menor apalancamiento bancario en las operaciones y en los futuros buyouts. Por

eso, estamos ayudando a los fondos de private equity a buscar estructuras de financiación a medida, mucho más personalizadas y flexibles, que se ajusten a los planes de negocio y a las condiciones actuales de mercado sin que se vean perjudicados sus futuros retornos de inversión.



Carlos Asensio Rivero
Partner Debt Advisory & Restructuring
en GRANT THORNTON