



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

FINANCIACIÓN E INVERSIÓN: DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO

Autor: Belén de Jaime Zubía
Director: Lourdes Fernández Rodríguez

Madrid
Abril, 2018



FINANCIACIÓN E INVERSIÓN: DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO

Belén
De Jaime
Zubía

Resumen

Este trabajo de fin de grado analiza los factores que han hecho necesaria la desintermediación del sistema bancario en Europa, provocando la búsqueda de otras alternativas de financiación por parte de las empresas. En concreto, se estudia el mercado de deuda de alto rendimiento, su fuerte crecimiento durante la última década y cómo se ha convertido en una de las primeras fuentes de financiación para un grupo determinado de empresas. Finalmente, se exponen las características básicas de este mercado, ejemplificando algunas de las operaciones más habituales a través de una transacción real por el grupo HEMA.

Palabras clave: desintermediación sistema bancario, otras alternativas de financiación, deuda de alto rendimiento, transacción real, HEMA.

Abstract

This Final Project analyses the factors that have made necessary the disintermediation of the banking system, making companies search for alternative ways of financing. Particularly, it focuses on the high yield debt market, its significant growth over the last decade and how it has become one of the primary sources of financing for a specific group of companies. Finally, the basic characteristics of this market are presented, explaining a real transaction of HEMA to exemplify some of the most common operations carried out in this market.

Key words: disintermediation of the banking system, alternative ways of financing, high yield debt, real transaction, HEMA.

Tabla de contenidos

Resumen	I
Abstract.....	II
Índice de figuras.....	IV
1 Introducción	1
1.1 Propósito de la investigación	1
1.2 Contextualización.....	1
1.2.1 El mercado bancario	1
1.2.2 Alternativas de financiación.....	5
1.3 Justificación del tema	6
1.4 Metodología.....	9
1.5 Estructura del trabajo.....	10
2 Evolución y desarrollo.....	11
2.1 Inicios de la deuda high yield y evolución.....	11
2.2 Razones del crecimiento	15
3 Leveraged Finance	19
3.1 Introducción	19
3.2 Operaciones	21
3.3 <i>Borrowers</i>	24
3.4 Inversores <i>high yield</i>	25
3.5 Instrumentos de financiación: bonos de alto rendimiento y préstamos apalancados.	27
3.5.1 Bonos de alto rendimiento.....	28
3.5.2 Préstamos apalancados (<i>leveraged loans</i>).....	31
3.5.3 Principales usos y diferencias	34
4 Aplicación del contenido mediante un caso real	38
4.1 Procedimiento en la emisión de bonos de alto rendimiento.....	38
4.2 Empresa: HEMA	40
4.3 Operación: refinanciación de la estructura de capital.....	41
4.4 Inversores.....	44
4.5 Alternativas de financiación	45
4.6 Otros ejemplos	45
5 Conclusiones	48
Bibliografía	52
Anexo I	55
Anexo II.....	57

Índice de figuras

Gráfico 1: Volumen anual de fondos de <i>Direct Lending</i> en Europa y Estados Unidos (en billones de dólares americanos).....	4
Gráfico 2: Alternativas de financiación empresarial	6
Gráfico 3: Porcentaje de rentabilidad en los bonos públicos a 10 años.....	7
Gráfico 4: Evolución de los puntos de la cotización del índice bursátil europeo STOXX 600	8
Gráfico 5: Evolución del tamaño del mercado de bonos de alto rendimiento en trillones de dólares: Estados Unidos y Europa.	13
Gráfico 6: Crecimiento en la emisión europea de productos de leveraged finance en billones de dólares americanos.....	16
Gráfico 7: Composición de acreedores (bancos vs. Institucionales) en los préstamos apalancados utilizados para <i>LBOs</i> en billones de euros.....	17
Gráfico 8: La deuda de alto rendimiento ofrece rentabilidades muy atractivas.....	19
Gráfico 9: Los diferentes grados de seniority: de mayor a menor seguridad.....	28
Gráfico 10: emisión global de productos de leveraged finance	37
Gráfico 11: Proceso de la emisión de bonos que tiene un periodo habitual de 10/12 semanas	40
Tabla 1: El mercado de alto rendimiento se expande y diversifica.....	14
Tabla 2: Calificaciones crediticias según las principales agencias de rating.....	21
Tabla 3: Cupones de nuevas emisiones de bonos de alto rendimiento en Europa	29
Tabla 4: Convergencia en las características de los bonos de alto rendimiento y los préstamos apalancados.....	36
Tabla 5: Situación financiera de la empresa en el primer cuatrimestre de 2016 y 2017, previa a la refinanciación de capital, en millones de euros.....	41
Tabla 6: Fuentes y usos de la refinanciación de HEMA.....	44
Tabla 7: Fuentes y usos de una posible recapitalización	46
Tabla 8: Fuentes y usos de un posible <i>LBO</i>	47

1 Introducción

1.1 Propósito de la investigación

El propósito de este trabajo de fin de grado es explicar las características fundamentales del mercado de deuda de alto rendimiento (*high yield*), así como las razones de su rápido crecimiento en las últimas décadas. El objetivo es entender el auge de este mercado como consecuencia del contexto económico vivido desde la crisis financiera del año 2008 hasta la actualidad.

El trabajo pretende mostrar la deuda de alto rendimiento como una alternativa que encaja perfectamente las necesidades de financiación de determinadas empresas con el apetito de rentabilidad de los inversores en un entorno de tipos bajos de interés y de exceso de liquidez. A lo largo del trabajo, se pone de manifiesto la diferencia entre Estados Unidos y Europa; el primero absolutamente pionero con un mercado financiero muy desarrollado, y el segundo con un mercado bastante menos profundo pero cada vez más sofisticado.

Es necesario entender que se han dado las condiciones óptimas para que el mercado de *leveraged finance*¹ creciera en tamaño, en utilidad y en la variedad y complejidad de las operaciones para las que se utiliza. Dada la creciente importancia de la deuda *high yield* en la comunidad financiera, la finalidad es comprender las ventajas de la financiación e inversión a través de la deuda de alto rendimiento.

1.2 Contextualización

1.2.1 El mercado bancario

Para contextualizar el trabajo es necesario hacer una reflexión previa sobre los cambios fundamentales que han ocurrido en el sistema financiero europeo en los últimos quince años. La desaparición de las monedas locales en favor del euro implicó la pérdida de

¹ Mercado de *leveraged finance*: aquel que se compone de empresas con una calificación crediticia de grado de no inversión, es decir, inferior a Baa3 según Moody's y BBB- según S&P y Fitch. Estas empresas utilizan deuda de alto rendimiento para su financiación.

competencia de estos Gobiernos en favor del Banco Central Europeo (BCE). La consecuencia principal de la creación del euro es por lo tanto, la incapacidad de los gobiernos locales para emitir moneda. Ello implica que las autoridades tengan que depender de la financiación de los mercados para hacer frente a sus obligaciones. Es ahí donde aparece el concepto de prima de riesgo que evoluciona al alza durante el periodo de la crisis, encareciendo el coste de financiación tanto de los estados como de las empresas. Cabe destacar que las compañías se financian generalmente por encima del activo sin riesgo que es el bono del estado, es decir, por encima del coste que éste tenga.

Desde el nacimiento del euro hasta la crisis de 2008 se vive un periodo de expansión económica que, junto con una regulación laxa, unos tipos de interés favorables y la escasa evolución de otras alternativas de financiación llevan a una situación en la que las empresas dependen exclusivamente del crédito bancario para crecer. Concretamente, más del 80% procedía del sector bancario, alcanzando en las Pequeñas Y Medianas Empresas (PYMES) hasta un 95% (Vilches, 2017). Cuando llega la crisis financiera, ésta golpeó con especial fuerza a las instituciones financieras, afectando gravemente a la solvencia de bancos y cajas de ahorro. La situación de los mismos provocó que las compañías se quedaran sin su fuente de financiación principal. La incapacidad de repagar sus deudas y la escasez de liquidez existente en el sistema hizo que muchas de ellas quebraran, poniendo de manifiesto la excesiva dependencia del sistema bancario (Vilches, 2017). Antes del 2008, los bancos financiaban todo tipo de empresas, ya fueran grandes, pequeñas, sólidas, de mucho riesgo o de cualquier sector.

Tras el colapso vivido durante ese año, el foro internacional de cooperación encargado de supervisar el sistema bancario impulsó una nueva y estricta regulación conocida como Basilea III. Esta regulación se transpone directamente en el marco europeo, obligando al Banco Central a las instituciones financieras a cumplir un estricto control del riesgo. La concesión de créditos debe pasar comprobaciones minuciosas acerca del deudor, el riesgo, el objetivo, el tamaño o el horizonte temporal, exigiendo además la dotación de reservas para hacer frente a posibles impagos (Ibañez & Sandoval). Adicionalmente, el traspaso de la responsabilidad de supervisión e inspección de las instituciones financieras al Banco Central Europeo implicó una regulación y supervisión más estricta e independiente de la que los bancos centrales locales venían ejerciendo (Olivares &

Mochon , 2016). Esta fase regulatoria, ligada al ciclo económico, fue una consecuencia directa de la gravedad de la crisis financiera vivida a partir de 2008.

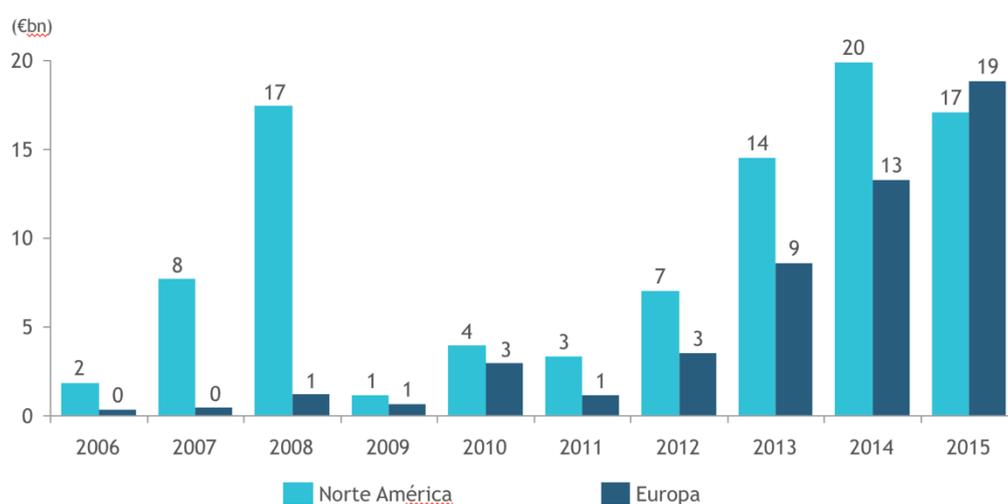
Sin embargo, toda regulación conlleva por naturaleza una limitación al crecimiento, lo que históricamente ha supuesto que en los ciclos económicos expansivos se haya tendido a desregular los mercados. Sin embargo, encontramos en el mercado bancario actual una divergencia ante esta última regla, pues a pesar de la expansión económica del momento las instituciones europeas continúan manteniendo altas restricciones regulatorias, llevando a los bancos a tener que asumir altos costes de capital que pueden incluso llegar a aumentar una vez entre en vigor Basilea IV a partir de 2019. Además, los tipos de interés actuales no permiten desarrollar un negocio rentable para muchos de estos bancos. Como consecuencia, estas instituciones deben huir de créditos con alto riesgo y posiciones ilíquidas (Ithurbide, 2016).

Otros puntos que han favorecido la estricta regulación bancaria son el miedo y la fragilidad del sistema bancario en ciertos países de la Unión. El miedo es consecuencia directa de lo vivido desde 2007 donde grandes instituciones financieras desaparecieron e hicieron perder enormes cantidades de dinero a accionistas, inversores, clientes y Estados. Ante un sistema bancario todavía muy frágil, la desconfianza no desaparece. Un claro ejemplo es Deutsche Bank que sigue sumergido en una situación financiera muy compleja, suponiendo un elevado riesgo sistémico. Además, existen países concretos que todavía no han podido sanear su sistema bancario de manera eficiente; Portugal, España o Italia, continúan teniendo activos tóxicos en los balances de sus bancos. El caso de Italia es particularmente interesante al denegarse la creación de un “banco malo” por parte de la Comisión Europea y por ende el saneamiento de sus entidades financieras (Ithurbide, 2016).

Por lo tanto, la frágil situación de las instituciones financieras desde la crisis y su creciente regulación, ha hecho necesario un proceso de desintermediación bancario en Europa. Este implicó la búsqueda de otras fuentes de financiación que han sido diferentes según el país y el tamaño de las empresas (Standard & Poor’s, 2015). Surgen entonces alternativas a los préstamos bancarios tradicionales que se ajustan a las necesidades de los distintos grupos de empresas. En el caso de las PYMES, que conforman la mayor parte del tejido empresarial en países como España, buscaron alternativas mediante la emisión de bonos

en el mercado alternativo de renta fija (MARF) o a través de fondos como los *direct lending* que tuvieron su inicio en Estados Unidos (IEB, 2017). Según Eduardo Llopis, a quien se le ha realizado una entrevista recogida en el anexo II, estos fondos suponen una alternativa de financiación para pequeñas y medianas empresas, sin intermediación bancaria y un tamaño de crédito entre 5 y 200 millones de euros en el mercado europeo. En el gráfico 1 se observa el crecimiento de estos fondos en los últimos años.

Gráfico 1: Volumen anual de fondos de Direct Lending en Europa y Estados Unidos (en billones de dólares americanos)



Fuente: Prequin, 2016. Obtenido de la presentación de Ernst & Young, "European private debt: where do we go?", 2016. Elaboración propia.

El contexto de restricciones bancarias y la necesidad de buscar nuevas fuentes de financiación, afectó especialmente a las empresas con grado de no inversión (*sub investment grade*), pues muchos bancos no pueden asumir préstamos para entidades con semejante riesgo. Rompiendo con la dependencia bancaria tradicional que había existido hasta el momento, se aceleró mucho la financiación mediante deuda de alto rendimiento, específicamente a través de la emisión de bonos y la sindicación de préstamos apalancados en el mercado. Este mercado es conocido en su término anglosajón como *leveraged finance* y supone el objeto de estudio de este trabajo. A partir de este cambio en la financiación, la diferencia fundamental reside en que el banco ya no es el principal acreedor, sino un intermediario necesario para el desarrollo en este proceso.

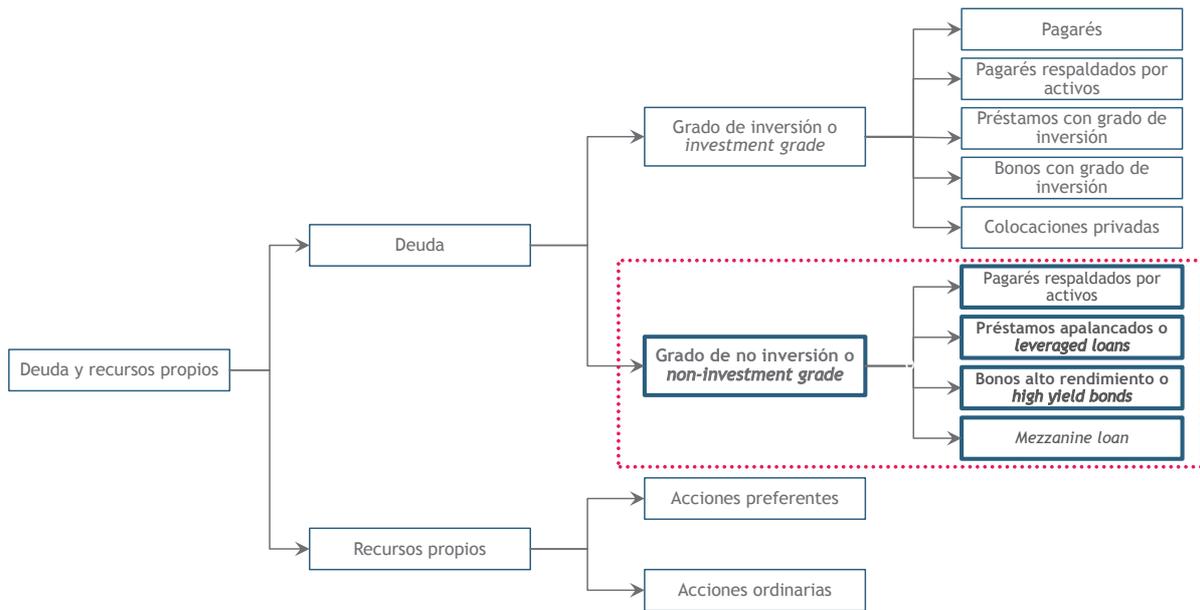
Otra razón que ha favorecido la financiación de grandes empresas en el mercado de *leveraged finance*, es la internacionalización de las mismas. Estas necesitan mayor flexibilidad, mayor tamaño de crédito, aceleración de los procesos y diversificación de los prestamistas para evitar riesgo sistémico. En definitiva, el grupo de empresas que participa en este mercado desea evitar la dependencia y concentración de su pasivo en dos o tres bancos caracterizados por altas restricciones regulatorias.

1.2.2 Alternativas de financiación

Las empresas tienen dos alternativas de financiación; a través de fondos propios o recursos ajenos, y la gran mayoría han combinado ambas fuentes para obtener la situación financiera óptima en función de sus objetivos y perfil de riesgo. El coste de la financiación con deuda es siempre menor que el coste de los recursos propios, pues los accionistas, asumiendo más riesgo, demandan rentabilidades más altas.

Dentro del mercado de deuda ocurre algo similar, existiendo a día de hoy dos mercados fundamentales que se distinguen por la calificación crediticia (*rating*) que tienen las empresas que acceden a cada uno de ellos. Esta nota crediticia la publican regularmente agencias dedicadas a la valoración del riesgo de crédito de una compañía o producto financiero, siendo las más reconocidas: Moodys, Standard & Poors (S&P) y Fitch que dan a cada empresa una “nota” representativa de su capacidad de pago y riesgo percibido. Existe un mercado de menor riesgo conocido como *investment grade* al que pueden acceder aquellas empresas con la calificación adecuada. Por otro lado, el mercado *sub investment grade* recoge aquellas empresas que tienen mayor riesgo y, por ello, los inversores demandan mayores rentabilidades. Como ya he mencionado, este último también se conoce como mercado de *leverage finance* y el término para referirse a esta deuda de mayor riesgo es deuda de alto rendimiento o deuda *high yield*. En el gráfico 2 se muestran los dos principales mercados de deuda, así como los instrumentos propios de cada uno de ellos (Llopis, 2014).

Gráfico 2: Alternativas de financiación empresarial



Fuente: J.P. Morgan. Obtenido de la monografía de Eduardo Llopis, “Monografía Leveraged Finance - High Yield Bonds & Leveraged Loans”, 2014. Elaboración propia.

En los últimos años, el mercado de deuda de alto rendimiento ha evolucionado considerablemente debido a la desintermediación bancaria, acompañando la creciente complejidad de las instituciones financieras y de las necesidades de sus clientes.

1.3 Justificación del tema

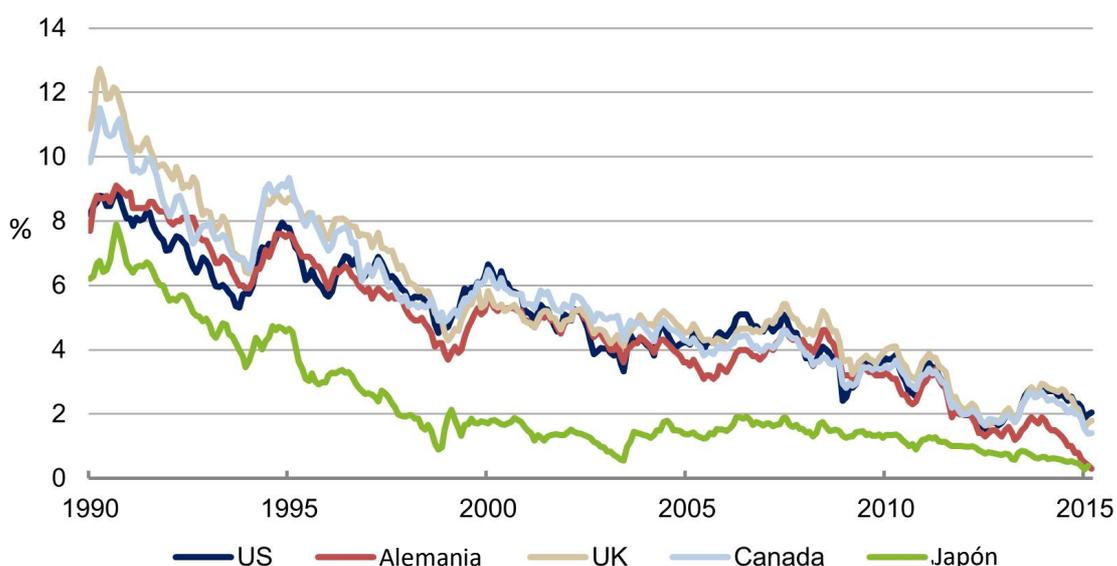
En el epígrafe anterior se han descrito las razones por las que ha estallado el mercado de alto rendimiento en las últimas décadas, enfocándolo únicamente como forma de financiación de las empresas. No obstante, resulta muy interesante entender la deuda de alto rendimiento desde el punto de vista del inversor, especialmente en la situación macroeconómica actual. La inversión en deuda de alto rendimiento se ha convertido en uno de los activos más atractivos de los mercados de capitales, alcanzando niveles de rentabilidad más altos que los obtenidos en renta fija, así como niveles de riesgo menores que la renta variable que se encuentra a día de hoy en máximos históricos (Distenfeld & Shah, 2014).

Por un lado, la inversión en deuda *investment grade* no genera rentabilidad desde hace varios años. Actualmente, el mundo vive un contexto de tipos de interés extremadamente

bajos, siendo los principales responsables los bancos centrales que se encargan de la gestión de la política monetaria manteniéndolos bajos con el objetivo de incentivar la economía (Henderson Global Investors, 2015). El resultado ha sido que las letras del tesoro y bonos públicos generen incluso rentabilidades negativas.

En el gráfico 3 se muestran los bonos públicos a 10 años de algunas de las principales economías mundiales. Es interesante utilizar una gráfica que muestre un contexto internacional, pues los inversores no tienen barreras geográficas a la hora de invertir. Por tanto, hay una clara correlación entre países, y, salvo hechos aislados, el mercado de deuda global se mueve en una misma dirección. El objetivo es demostrar que, a pesar de los diferentes niveles de rentabilidad y riesgo de las diferentes economías y sectores, la tendencia global de los tipos de interés sitúa la rentabilidad de la renta fija en mínimos históricos (Bernanke, 2015).

Gráfico 3: Porcentaje de rentabilidad en los bonos públicos a 10 años



Fuente: National Central Banks, Haver Analytics. Obtenido del artículo publicado por Brookings' Institution de Ben Bernanke "Why are interest rates so low, part 4: Term premiums", 2015.

Aunque es cierto que los tipos de interés han tocado fondo, dada la sensibilidad de la economía a una subida de los mismos, es previsible que la situación actual continúe a corto y medio plazo, acompañada de un proceso de subida muy lento en el tiempo.

Por otro lado, el exceso de liquidez y la expansión económica actual, ha generado que las bolsas mundiales se encuentren en niveles máximos. De nuevo se habla de bolsas internacionales, pues por ejemplo el IBEX, acrónimo de índice ibérico, está todavía bastante lejos de su máximo. En el gráfico 4 se muestra la evolución del índice bursátil STOXX 600² que recoge los valores de las 600 compañías europeas más relevantes en términos de capitalización bursátil. En él se ve claramente la subida experimentada desde el año 2013, alcanzando su máximo histórico en abril de 2015 con 411 puntos. A fecha 5 de abril de 2018, este índice se encuentra en 376 puntos, todavía rondando niveles muy elevados. Como se puede apreciar en el gráfico número 4, durante el 2018 el índice ya ha comenzado a caer y es previsible que lo haga más cuando suban los tipos (Jiménez, 2015).

Gráfico 4: Evolución de los puntos³ de la cotización del índice bursátil europeo STOXX 600



Fuente: Pagina web Stoxx, gráfica en tiempo real a fecha 9 de abril, 2018.

Finalmente, la combinación de niveles tan bajos de interés junto con el exceso de liquidez existente, ha resultado en inversores buscando opciones que dieran rentabilidades más altas en los mercados, siendo la deuda de alto rendimiento una de las oportunidades más claras. Por tanto, además de la creciente importancia que tiene este activo en la comunidad financiera, el tema de este trabajo surge de mi interés personal por entender un mercado

² “El índice STOXX Europe 600 contiene un número fijo de 600 componentes, representando compañías de capitalización grandes, medianas y pequeñas en 17 países europeos: Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y Reino Unido.” (STOXX, 2018)

³ La medida o puntos se deriva de una media ponderada basado en el peso de los diferentes componentes del índice.

que lleva en auge varias décadas y que, muy probablemente vaya a continuar en crecimiento.

1.4 Metodología

Para la elaboración de este trabajo de fin de grado se han utilizado diferentes tipos de fuentes. En primer lugar, se ha seguido un proceso de investigación *online* en artículos académicos, revistas, informes bancarios y otras fuentes que hayan resultado de interés, utilizando plataformas como EBSCO o Google Scholar. Esto ha permitido una revisión teórica acerca de conceptos clave como deuda de alto rendimiento y el mercado de *leveraged finance*. Además, ha resultado especialmente útil la obtención de información mediante periódicos de actualidad para poder comprender el contexto económico de los diferentes momentos tratados a lo largo del trabajo.

Por otro lado, la comprensión de un tema tan técnico ha sido posible gracias a la realización de unas prácticas en el departamento de *leveraged finance* en J.P. Morgan (Londres) el verano de 2017. Con el fin de ejemplificar todo lo explicado a lo largo del trabajo sobre el mercado de *leveraged finance*, la última parte del documento incluye una transacción real que tuvo lugar en julio de ese año en la que tuve oportunidad de participar del lado de J.P. Morgan. En ese apartado, se intenta explicar desde una visión cercana, los conceptos que pude aprender a lo largo de esa operación. Cabe destacar que todo lo que se ha incluido en ese apartado no es información confidencial porque la operación se hizo pública el pasado mes de agosto.

Finalmente, una de las fuentes más importantes para la elaboración de este trabajo han sido diferentes reuniones que he podido mantener con expertos de este sector:

- Arturo Alonso: *Managing director* y responsable global del departamento financiero (*head of global finance*) en Société Générale (Madrid). Ha sido muy útil para elaborar, mediante una entrevista (véase el anexo I), el apartado 2.2 en el que se explican las razones del crecimiento del mercado de deuda de alto rendimiento. También me ha ayudado a entender la situación del mercado europeo en general, así como la evolución del mercado desde la crisis financiera del 2008 hasta la situación actual.

- Francisco Granero: *Managing director* en Londres y responsable de *leveraged finance* en España y Portugal en J.P.Morgan. Ha sido fundamental a la hora de obtener información procedente de informes internos del banco que aunque no son confidenciales, tampoco están publicados en internet.
- Eduardo Llopis: Actualmente es asociado en Trea Direct Lending, un fondo americano de *direct lending* en Barcelona. Previamente trabajó durante cuatro años en el departamento de *leveraged finance* en J.P.Morgan (Londres). He podido reunirme con él y realizar una entrevista (véase el anexo II) sobre aspectos técnicos de la deuda de alto rendimiento, así como profundizar en otros aspectos relevantes del trabajo como los fondos de *direct lending*. También me ha facilitado datos procedentes de informes especializados de Bloomberg, Dealogic o LCD, a partir de los cuales he elaborado gran parte de los gráficos del trabajo.

1.5 Estructura del trabajo

Este trabajo se compone de cuatro partes principales. En primer lugar, es necesaria una contextualización que enmarque correctamente de qué mercado y situación pasada venimos para poder así entender la evolución al mercado actual. Esta parte contiene información de carácter cualitativa, como los principales cambios del sistema financiero europeo en los últimos quince años, y cuantitativa que demuestra lo expuesto mediante datos numéricos reales. En la segunda parte se explica brevemente la historia de este mercado y cuales han sido los factores principales de su crecimiento.

La tercera parte del trabajo describe rigurosamente el funcionamiento de la deuda *high yield* como forma de financiación empresarial. Para ello se explican las diferentes operaciones crediticias a las que aquellas empresas que tengan un *rating sub investment grade*, pueden acceder. También se explican los instrumentos que se utilizan en dichas operaciones; préstamos apalancados y bonos de alto rendimiento, así como las características propias de cada uno y sus principales diferencias. Una vez explicado el mercado de deuda para la financiación, se examinará el punto de vista del inversor, detallando cuales son las ventajas y desventajas que ofrece este tipo de activo en la inversión.

La cuarta parte muestra la aplicación de lo estudiado en el epígrafe anterior mediante una operación real llevada a cabo por el grupo HEMA. Finalmente, se han elaborado las conclusiones del trabajo.

2 Evolución y desarrollo

2.1 Inicios de la deuda high yield y evolución

El mercado de *leveraged finance* se ha convertido en una alternativa relativamente nueva para empresas e inversores, experimentando un fuerte crecimiento en los últimos años. En cuanto a sus inicios, la deuda de alto rendimiento entendida como deuda más cara y más rentable que la ofrecida en los mercados, ya existía en el año 1700. La familia Rothschild fue muy conocida en Estados Unidos como acreedora de este tipo de deuda, otorgando préstamos a deudores de mucho riesgo con altos tipos de interés. Un paso importante en la evolución de este mercado tiene lugar en 1909 cuando John Moody introduce un sistema básico de calificación, que se convertirá más adelante en la principal medida de riesgo de las empresas emisoras de deuda (Gramatovich, 2015).

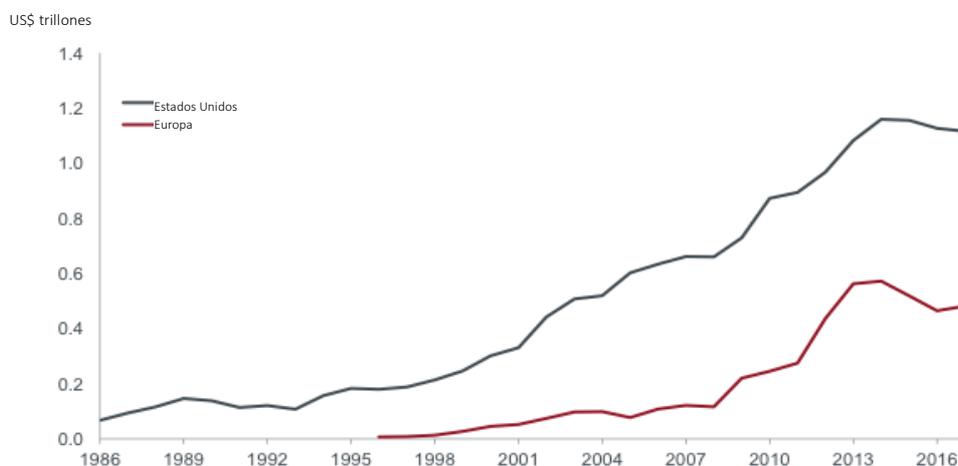
En 1958 W. Braddock Hickman, investigador relevante de la Oficina Nacional de Investigación Económica (ONIE), realizó el primer trabajo de investigación en el que se examinaba la calidad de la deuda corporativa y la experiencia de los inversores con la misma entre los años 1900 y 1943. La investigación demostraba que la inversión en la deuda *high yield* había supuesto rentabilidades muchísimo mayores que la deuda *investment grade*, y que el riesgo de impago en el que se incurría se veía compensado por las altas rentabilidades de los cupones. Sin embargo, los resultados de su trabajo fueron ignorados por la comunidad financiera durante casi 20 años, hasta que en el año 1970 salen de nuevo a la luz y comienzan a tener gran éxito. El motivo de ello fue que en aquel momento diversas razones hicieron que muchas empresas *investment grade* vieran su *rating* disminuido, convirtiéndose en *fallen angels* y por tanto, emitiendo deuda en el mercado *sub investment grade* (Gramatovich, 2015). En este contexto, Michael Milken, empleado en el banco de inversión americano Drexel Lambert, lleva a cabo las principales emisiones de deuda de alto rendimiento que sembrarían las bases del mercado que hoy conocemos (Altman, 2000).

En Estados Unidos, el *boom* de este mercado tiene lugar a principios de la década de los 80. Entre los años 1980 y 1982, el crédito bancario representaba el 57% del total de crédito corporativo y los bonos un 36%. Entre 1986 y 1988, los préstamos bancarios se redujeron al 15% y los bonos aumentaron al 61% del total de créditos corporativos. El uso de la emisión de bonos se aceleró, impulsando concretamente el crecimiento de la deuda de alto rendimiento. Por tanto, entre 1982 y 1986, la emisión de bonos especulativos pasa de 1.5 billones de dólares a 15 billones de dólares, respectivamente (Jefferis, 1990). En esta década tuvo lugar una de las transacciones más importantes de la historia con la compra apalancada o *Leveraged Buyout (LBO)* de 31 billones de dólares por el fondo de capital riesgo Kohlberg Kravis & Roberts (KKR) para comprar RJR Nabisco. Parte de la financiación fue respaldada por cinco emisiones de deuda de alto rendimiento que sumaban alrededor de 4.000 millones de dólares (Recarte, 2015).

Pero el fortísimo crecimiento vivido en esos años creó una burbuja de crédito que dio lugar a una primera recesión de este mercado. En los años 1990 y 1991, la tasa de impago de los bonos *high yield* superaba el 10% y el total de deuda impagada sobrepasaba los 18 billones de dólares al año. La consecuencia de ello fue un fuerte incremento de la rentabilidad que entre finales de 1990 y principios de 1991 estuvieron en torno al 18.42%. Esta compleja situación supuso en 1990 una rentabilidad negativa para los inversores de deuda de -8.5%. Cuando todo hacía pensar que el mercado de alto rendimiento llegaba a su fin, en 1991, aún con la tasa de impago del 10%, los inversores experimentaron la mayor rentabilidad de la historia alcanzando el 43.2% total. La explicación de ello se encuentra en que gran cantidad de empresas se quedaron muy cerca del impago, reduciéndose bastante los precios de sus bonos. Poco después, estas empresas comenzaron a proporcionar mejores resultados y con ello, el precio de los bonos volvió a aumentar y la rentabilidad para sus inversores también (Altman, 2000).

Contagiado por el mercado americano, Europa y algunos países emergentes se introducen en la deuda de alto rendimiento en la década de los 90, pero lo hacen de forma más lenta y con menor volumen. El tamaño del mercado europeo *non-investment grade* era de 17,5 trillones de dólares en 1999, el mismo que el americano catorce años antes en 1985 (Altman, 2000).

Gráfico 5: Evolución del tamaño del mercado de bonos de alto rendimiento en trillones de dólares: Estados Unidos y Europa.



Fuente: Bank of America Merrill Lynch. Obtenido del artículo publicado en Janus Henderson Investors de Jenna Barnard, "A most unusual cycle, the shrinking of the high yield market", 2017.

Si bien es cierto que en Europa este mercado es acogido con éxito, no tardarían en aparecer altas tasas de impago por parte de las empresas emisoras, debido en gran parte al uso que se le dio a los bonos de alto rendimiento, pues comenzaron a utilizarse principalmente para la compra apalancada de empresas, es decir para los *LBOs*. Muchos inversores, atraídos por los elevados retornos, compraron la deuda en el mercado. Ni éstos analizaron correctamente el riesgo de los bonos, ni las sociedades emisoras supieron controlar el insostenible nivel de deuda que habían inyectado en sus estructuras de capital. La mayoría de empresas no fueron capaces de generar la caja necesaria para poder repagar los intereses o el principal de sus obligaciones, perdiendo tanto sus accionistas como los inversores de crédito gran parte del valor de sus inversiones (Altman, 2000).

Durante muchos años la mala fama de la deuda de alto rendimiento estuvo basada en lo que ocurrió en este periodo oscuro, pero este cliché ha ido quedando obsoleto con el paso del tiempo y la profesionalización del sector. Por ejemplo, una de las principales iniciativas para evitar el impago de las empresas es que esta deuda no se utilice sólo para financiar compras de activos, lo que provocaba la mayor parte de impagos, sino para una gran variedad de operaciones que se van a analizar posteriormente (Altman, 2000).

En definitiva, aunque el mercado haya sufrido momentos de recesión similares al que he comentado previamente, como pudieron ser los de 2001 y 2008, en general, el mercado global de *high yield* ha vivido una época de gran expansión que desde entonces no ha dejado de crecer. En la tabla 1 se muestran algunos datos globales actuales del mercado de alto rendimiento y su división geográfica. En el año 2005, el tamaño del mercado global era de 755 billones de dólares y 10 años después el tamaño era ya de 2.194 billones de dólares, casi un 200% mayor. Además, desde un punto de vista geográfico es cada vez un mercado más diversificado, creciendo especialmente rápido en Europa, dónde el mercado es todavía menos maduro que el de Estados Unidos. En 2005 Europa representaba solo el 12% del total y en 2015 ya suponía el 21%, aproximadamente. En otras regiones del mundo, el aumento es todavía más significativo, pasando de un 0.5% del total en 2005 a un 17% en 2015 (Henderson Global Investors, 2015).

Tabla 1: El mercado de alto rendimiento se expande y diversifica

	2005	2010	2015
Global (\$, billones)	755	1070	2194
América del norte	87.1%	83.5%	62.6%
Europa *	12.4%	16.2%	20.6%
Resto del mundo	0.5%	0.3%	16.8%

Fuente: Bank of America Merrill Lynch, at 30th of June, 2015. Obtenido de la presentación Henderson Global Investors, "The case for High Yield Bonds", 2015. Elaboración Propia.

Aunque el mercado de *leveraged finance* ha crecido durante todos estos años de forma continuada, es importante apreciar que en el periodo de 2010 a 2015 el mercado se duplica, mientras que desde 2005 a 2010 el crecimiento es algo superior al 40%. Como he mencionado anteriormente, una de las razones principales del crecimiento acelerado en la segunda época es la desintermediación bancaria que tiene lugar tras la crisis financiera. En el siguiente epígrafe se analizan otros motivos de interés para entender el fuerte crecimiento de las últimas décadas.

2.2 Razones del crecimiento

En la entrevista realizada a Arturo Alonso recogida en el anexo I se analizan diversos y variados motivos para entender el giro de las empresas hacia esta nueva forma de financiación. Uno de los principales cambios se encuentra en la operativa de los productos de crédito. Hace tiempo, cuando las empresas necesitaban financiación, obtenían un crédito bilateral que se firmaba entre las dos partes contratantes. Por numerosas razones, el préstamo tradicional ha ido quedando obsoleto con el paso del tiempo (Llopis, 2014).

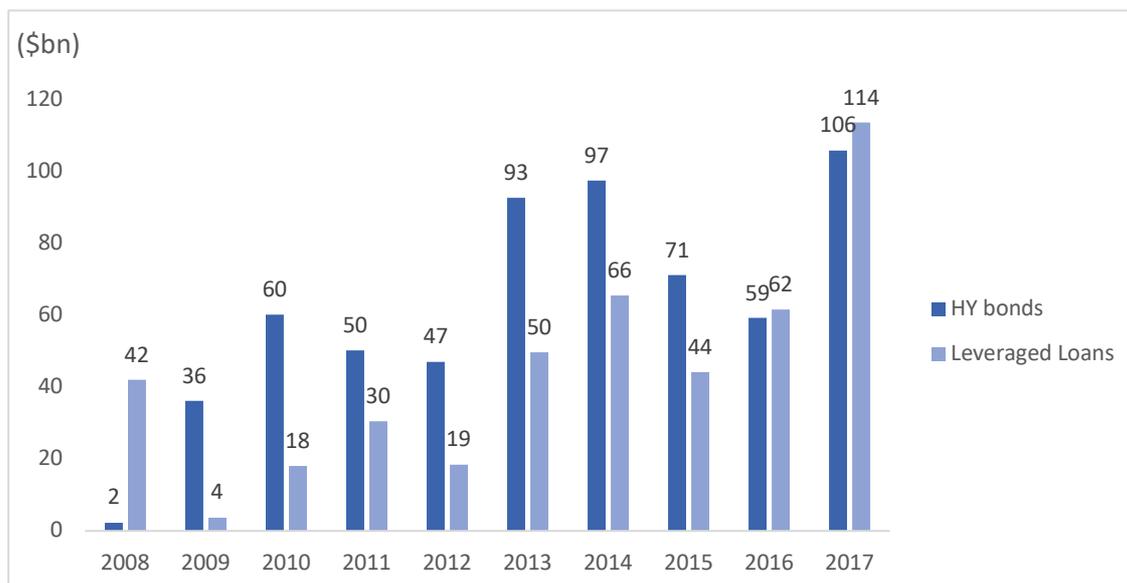
En primer lugar, muchas empresas requieren cantidades mayores de las que un crédito bilateral podía hacer frente, sobre todo al tratarse de empresas apalancadas que suponen un riesgo alto para un único banco. A esto se suma la creciente regulación financiera propia de los bancos tras la crisis del año 2008, que aumenta considerablemente las restricciones de deuda. Ante esta situación, los bancos buscan apoyo en otras instituciones financieras y en operaciones más complejas para que proporcionen financiación conjunta y limiten la exposición propia del crédito bilateral (Llopis, 2014). Así, con el objetivo principal de compartir el riesgo, se impulsa el crecimiento de los préstamos apalancados o sindicados o bonos de alto rendimiento, a través de los cuales el banco o institución financiera pertinente, lleva a cabo un proceso de colocación y sindicación del crédito o bono con otras empresas e instituciones (Marín & TÉLLEZ VALLE, 2011). Además, este proceso conlleva regulaciones más laxas para fondos como los *Collateralized Loan Obligations*⁴ (CLOs), *hedge funds*⁵ o fondos de crédito, de forma que el banco no asuma la totalidad de la deuda.

Dado que la regulación impuesta a los bancos tras la crisis tuvo como principal objetivo limitar el riesgo de sus operaciones, disminuyeron especialmente los préstamos a empresas con grado de no inversión, pues se caracterizan por tener un alto nivel de riesgo (anexo I). En el gráfico 6, se muestra el crecimiento experimentado en ambos productos, bonos y préstamos, desde el año 2008 hasta 2017 en Europa. Resalta la inexistencia de los bonos en el año 2008 y su fortísimo crecimiento hasta el año 2017 (LCD, 2018).

⁴ *Collateralized Loan Obligations (CLOs)*: Fondos de deuda paquetizados que invierten en un conjunto de activos y por tanto con un menor riesgo de impago por la diversificación (Standard & Poor's, 2007).

⁵ *Hedge Funds*: Fondos con un perfil muy agresivo que, en general, buscan situaciones de inversión oportunistas.

Gráfico 6: Crecimiento en la emisión europea de productos de leveraged finance en billones de dólares americanos

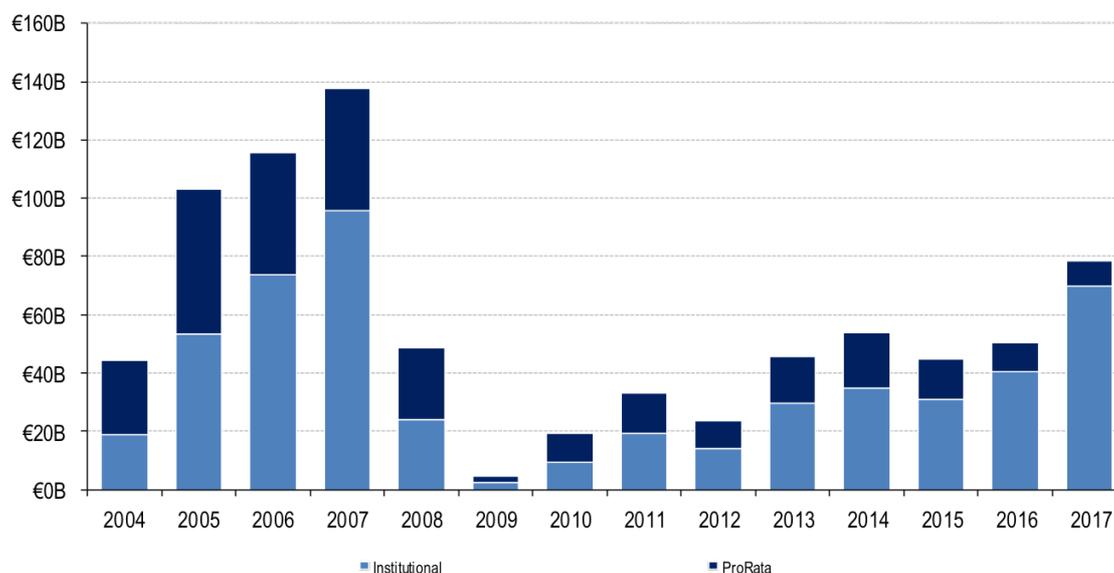


Fuente: LCD - plataforma de datos y noticias de leveraged finance del grupo S&P. Elaboración propia.

Aún más interesante es entender el cambio en la composición de acreedores de los préstamos apalancados. En 2008 los propios bancos, además de syndicar (venta al mercado) el crédito, se quedaban con una parte del mismo en su balance. Consecuencia de la desintermediación bancaria, esta práctica ha ido reduciéndose en el tiempo y en la actualidad es muy poco común que los bancos tomen participación en estos préstamos. En el gráfico 6 se muestra la caída de préstamos del año 2008 al 2009, pues a pesar de ser préstamos apalancados, gran parte de los acreedores eran instituciones financieras que afectadas por la crisis limitaron el crédito (anexo I).

A raíz de esto, en este mercado los bancos se han convertido en puros intermediarios que tratan de evitar ser parte de los acreedores. Aunque ya he mencionado anteriormente que los préstamos apalancados pueden utilizarse para una gran variedad de operaciones, el gráfico 7 recoge la composición de fondos institucionales y bancos en los préstamos usados concretamente para *LBOs* (LCD, 2018).

Gráfico 7: Composición de acreedores (bancos vs. Institucionales) en los préstamos apalancados utilizados para LBOs en billones de euros



Fuente: LCD - plataforma de datos y noticias de leveraged finance del grupo S&P. Elaboración propia.

Además, a la hora de impulsar esta forma de financiación, otras características como las circunstancias macro y microeconómicas también han sido importantes. En épocas de crecimiento económico, el mercado de deuda se expande de la misma manera que puede hacerlo la renta variable. Dentro del mercado de deuda, crece tanto el *investment grade* como el alto rendimiento. En 2006, la economía mundial atravesaba una época sólida de mucho crecimiento en el que los niveles de deuda de ambos mercados fueron muy elevados (anexo I).

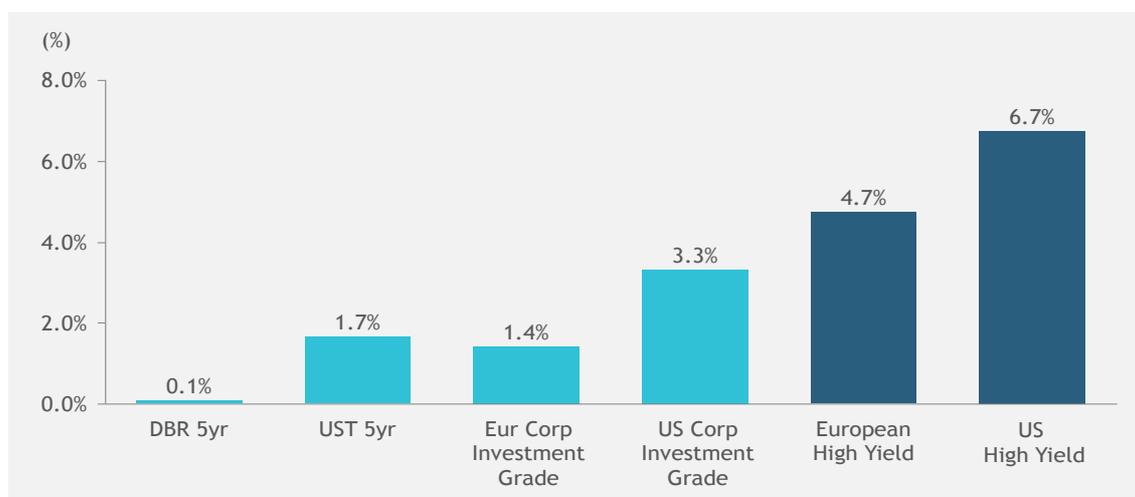
Por otro lado, desde 1980, los picos de leveraged finance parecen coincidir con los periodos en que la economía sufre recesión. Esto ocurre porque en una crisis financiera los bancos son los más penalizados y sufren una recuperación más lenta que los inversores *high yield*. De nuevo, la crisis financiera más reciente limitó mucho la concesión de créditos por parte de los bancos e impuso una regulación estricta en las condiciones del préstamo, lo que hizo muy poco atractivo el crédito bancario (Ithurbide, 2016). En un momento especialmente difícil para las empresas que carecían de liquidez y solvencia, muchas optaron por un cambio en su financiación que favoreciera el acceso rápido al crédito y la flexibilidad en las condiciones (anexo I). Aunque en 2008 los niveles de deuda y las bolsas cayeron en picado, entre los años 2009 y 2010 ya se observaba un repunte en el mercado de *high yield*.

Además, uno de los indicadores macro que mayor impacto tiene en el volumen de deuda de alto rendimiento es el tipo de interés. Cuando éstos son bajos, se vive un periodo de expansión económica y crediticia que provoca un descenso en los costes de financiación. Esto favorece que las compañías acudan al mercado a financiarse para aprovechar oportunidades de crecimiento como la compra de empresas, de activos o la inversión en maquinaria. Como ya se ha mencionado a lo largo del trabajo, los tipos bajos son una de las principales causas del boom actual (anexo I).

Otra de las razones importantes que ha contribuido a la expansión de *leverage finance* se encuentra en el crecimiento tan acelerado que han experimentado los fondos de capital riesgo (*Private Equities*) los últimos años. Estos fondos son los principales demandantes de la emisión de deuda *high yield*, pues es utilizada para financiar sus operaciones. Según Arturo Alonso (anexo I), los datos muestran que en la actualidad, *Blackstone* lleva a cabo 7 veces más operaciones que hace solo diez años. Esto es porque el capital riesgo ha probado ser un activo muy rentable, proporcionando rentabilidades muy elevadas a sus inversores. Esto hace que cada vez más personas quieran invertir en ellos y aumente su cartera disponible de inversión. Por muy atractivo que pueda resultar la deuda *high yield* para inversores como *hedge funds*, tienen que existir empresas que demanden la emisión de bonos o préstamos apalancados. En este caso, las numerosas operaciones de los fondos de capital riesgo favorecen la expansión del mercado de *leveraged finance* (anexo I).

Finalmente, la necesidad de financiación de las empresas se vio acompañada del apetito de los inversores en los bonos de alto rendimiento. De nuevo, las razones principales se encuentran en un binomio riesgo-rentabilidad mayor que el de otros activos en un entorno de bajísimos tipos de interés, la reducción de las tasas de impago de las empresas emisoras, y el amplio espectro de instituciones público o privadas y de todas las industrias que participan en la emisión de deuda (anexo I). El gráfico 8 muestra la diferencia entre la rentabilidad de los bonos del tesoro americano, la renta fija europea y americana y, finalmente, la rentabilidad percibida por la deuda de alto rendimiento en los dos mercados, demostrando claramente que éste último es el más rentable (Henderson Global Investors, 2015).

Gráfico 8: La deuda de alto rendimiento ofrece rentabilidades muy atractivas



Fuente: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch, at 30th of June, 2015. Obtenido de la presentación Henderson Global Investors, "The case for High Yield Bonds", 2015. Elaboración Propia.

Finalmente, el auge de este mercado crea un gran interés por parte de los Bancos de Inversión o bufetes de abogados en consolidarse en la colocación, estructuración y asesoramiento en este mercado, puesto que a pesar de tener menor volumen que el ya desarrollado mercado de deuda *investment grade*, resulta mucho más lucrativo para estos intermediarios. Así, la confluencia de intereses entre inversores, intermediarios y emisores impulsan el crecimiento exitoso de este mercado.

3 Leveraged Finance

3.1 Introducción

El concepto de *Leveraged Finance* hace referencia a la financiación apalancada de una empresa o negocio con calificación crediticia por debajo del grado de inversión. Los productos que se utilizan son fundamentalmente los bonos de alto rendimiento y los préstamos apalancados, caracterizados por tener rentabilidades más altas que los bonos y los préstamos bancarios y sindicados tradicionales, más habituales en empresas con menor riesgo tales como las que configuran el IBEX 35. Estos instrumentos ofrecen mayor rentabilidad a los inversores, pero mayor coste para la empresa emisora de deuda. Esto se debe principalmente al riesgo que tiene la empresa que se financia y consecuentemente, el riesgo que asume el tenedor de dicha deuda. La deuda de alto

rendimiento cumple una de las premisas básicas financieras: a mayor riesgo, mayor rentabilidad (Henderson Global Investors, 2015).

Hoy en día, las empresas acuden a este mercado con el fin de satisfacer diferentes necesidades de financiación: adquisición de activos o empresas, refinanciación de la estructura de capital o incluso el pago de dividendos a los accionistas; todas ellas serán estudiadas con detalle posteriormente. En las operaciones de adquisición de empresas intervienen dos tipos de compradores que conviene diferenciar. Por un lado están los inversores industriales que llevan a cabo la compra estratégica de un competidor. Por otro lado, existen inversores financieros a partir de los cuales nació el mercado de *leveraged finance*, dada la necesidad de los mismos de optimizar su estructura de balance en los *LBOs*, aumentando el nivel de deuda para conseguir un coste de capital más bajo (S&P Global Market Intelligence, 2017). El objetivo es conseguir mayor rentabilidad medida mediante la tasa interna de retorno (TIR), apalancando las propias empresas y activos a costa de reducir la inyección de capital propio. Hoy en día, el mercado de *leveraged finance* ofrece las condiciones óptimas en cuanto a tamaño del crédito, tipos bajos de interés y flexibilidad documentaria para cualquiera de las operaciones mencionadas.

Las empresas que se financian en el mercado de *leveraged finance* abarcan todas las industrias, sectores, segmentos y categorías; existen empresas de telecomunicaciones, energía, infraestructura, consumo e incluso entidades financieras (Ithurbide, 2016). Lo que tienen que tener en común las empresas en el mercado *sub investment grade* es que la entidad emisora de deuda tenga cierto apalancamiento financiero en comparación con su generación de caja.

Como se ha mencionado anteriormente, se dice que una empresa es *sub investment grade* cuando las principales agencias de *rating*, Moody's, Fitch o S&P, otorgan una nota inferior que a las empresas *investment grade*. La nota se adjudica teniendo en cuenta variables como la calidad crediticia, el tamaño y riesgo de la empresa y el sector. La tabla de *ratings* de Moody's va desde Aaa hasta Caa3 y solo aquellas empresas con una calificación de Ba1 o inferior acuden al mercado de productos de *leveraged finance*. Por otro lado, S&P y Fitch tienen un rango de calificaciones desde AAA hasta CCC- y sólo aquellas con *rating* de BB+ o inferior acceden a este mercado. En la tabla 2 se muestran las calificaciones de las empresas de menor riesgo (parte superior de la tabla) a mayor

riesgo (parte inferior). Las empresas que acuden al mercado de alto rendimiento son todas aquellas con una calificación crediticia inferior a BBB- o Baa3. (Datos Macro, 2018).

Tabla 2: Calificaciones crediticias según las principales agencias de rating

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Altamente especulativa	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC
			C
A falta de pocas perspectivas de recuperación		SD	RD
Impago	C	D	D
			DD
			DDD

Fuente: Datos macro, "Rating: Calificación de la deuda de los países", 2018. Elaboración propia.

Aunque en ocasiones se asocie a las empresas *sub investment grade* con empresas poco sólidas y de mucho riesgo, la posibilidad de estar en este mercado ofrece oportunidades tanto de financiación a las empresas como de inversión a los inversores. Los conceptos peyorativos acerca de las compañías de este mercado vienen de denominaciones negativas tales como *junk debt* o bono basura, con las que se conoce en ámbitos poco técnicos a la deuda procedente de las empresas *sub investment grade*.

3.2 Operaciones

En las operaciones realizadas en *leveraged finance* existe siempre un prestatario (empresa que requiere financiación), los intermediarios (bancos de inversión que aseguren la emisión de deuda, asesoren y emitan en el mercado de capital), asesores (abogados, auditores, consultores, etc.) y el inversor (compra la deuda en el mercado primario o secundario).

La variedad de las operaciones que se lleven a cabo va a depender de las necesidades específicas de las empresas, las cuales pueden ser: financiación para llevar a cabo la adquisición de empresas para los fondos de capital riesgo (*LBOs*) u otros compradores estratégicos, financiación para la compra de un activo como maquinaria, financiación para la recapitalización a través de pagos de dividendos a los accionistas o financiación para la reestructuración de capital de una empresa (S&P Global Market Intelligence, 2017).

Las operaciones son las siguientes:

- Refinanciación: Esta operación surge de la necesidad de las empresas de refinanciar su capital. Es una transacción utilizada por las empresas en las que se emite nueva deuda para repagar la actual (S&P Global Market Intelligence, 2017). En general, las compañías refinancian su deuda cuando el vencimiento de la misma es muy cercano y deben repagar a sus acreedores o, cuando se quiere aprovechar situaciones de mercado óptimas como tipos de interés bajos para abaratar la deuda vigente.
- Reestructuración: Esta operación surge de la necesidad de las empresas de reestructurar su capital. Incluye aquellas operaciones donde la estructura de capital de la compañía no es sostenible por razones de liquidez, patrimoniales o por la situación económica. En estos casos los tenedores de deuda pueden aceptar una quita o cambios de los términos para poder asegurar la viabilidad de la empresa. A diferencia de las operaciones de refinanciación, las empresas suelen aceptar términos peores a los vigentes con el fin de conseguir reestructurar la deuda de la empresa (S&P Global Market Intelligence, 2017).
- Recapitalización: Surge de la necesidad de las empresas que requieren financiación ajena para pagar dividendos. La operación consiste en la modificación de la estructura de capital de una empresa a la que se añade deuda adicional con el objetivo de distribuir caja a los accionistas en forma de dividendos extraordinarios. Esta técnica también puede utilizarse para recomprar acciones de la empresa. (Standard & Poor's, 2013). Este tipo de operaciones son bastante recientes en el mercado y en muchos casos algo polémicas puesto que

aumentan el riesgo de una parte de los *stakeholders* con el objetivo de premiar a los accionistas, que, en la mayor parte de los casos, son fondos de inversión.

- Inversión en activo o *capital expenditure* (CAPEX): Surge de la necesidad de las empresas para la compra o mantenimiento de activos (S&P Global Market Intelligence, 2017). En ciertas empresas y sectores, la inversión en activos puede suponer una parte importante del flujo de caja, por lo que van a necesitar financiación ajena. En estas situaciones la viabilidad de la empresa puede quedar afectada por un incremento de la deuda, importante y temporal, en comparación con la generación de ingresos y caja de dicho activo que tiene un impacto diferido. Es decir, cuando una compañía invierte en activos productivos, la inversión queda reflejada en ese mismo momento y, sin embargo, el incremento en productividad, de no acontecer ningún imprevisto, se reflejará durante los periodos posteriores. El mercado de *leveraged finance* suele ser más activo en este tipo de financiaciones que el mercado bancario, que se rige por premisas más obsoletas e inflexibles.
- *Leveraged Buyout (LBOs)*: Surge de la necesidad de financiar la compra de empresas por parte de fondos de capital riesgo. Dicha adquisición se financia mediante una combinación de recursos propios y ajenos con el fin de mejorar la rentabilidad del comprador. En estas operaciones, y en particular en aquellas de cierto tamaño (más de 200 millones de euros de valor), la financiación se obtiene mediante préstamos apalancados y/o la emisión de deuda de alto rendimiento en los mercados de capitales (Standard & Poor's, 2013). El objetivo de las empresas de capital riesgo es vender la empresa, en general después de tres, cinco o siete años, tras haber repagado la deuda y crecido la compañía buscando rentabilidades de más del 20%.
- Adquisiciones estratégicas: Esta operación responde a la necesidad de financiar la compra de empresas, la diferencia con respecto al caso anterior reside en el tipo de comprador. En este caso, hace referencia a la adquisición de una empresa por parte de otra empresa, no un fondo de capital riesgo, cuyo objetivo es obtener ventajas competitivas por la misma: sinergias (S&P Global Market Intelligence, 2017). En este tipo de compras, la adquisición suele ser financiada con una

proporción de deuda más pequeña que en los *LBOs*, la cual procede de los mercados de capitales

3.3 *Borrowers*

En las décadas 80 y 90, el mercado de deuda de alto rendimiento estaba mucho menos desarrollado que ahora, por lo que había muy pocos participantes y eran fundamentalmente los fondos de *Private Equity* financiando adquisiciones de activos o empresas. Actualmente, además de éstos, en el mercado *sub investment grade* se pueden distinguir subgrupos de empresas con acceso a éste:

- Los *fallen angels* son empresas caracterizadas por tener la seguridad financiera propia de una empresa *investment grade* pero que, dadas unas circunstancias concretas, en general de carácter temporal, deben acceder a este mercado ante la imposibilidad de financiarse en otro más barato (Williams, 2017). En 2009, la agencia Fitch penalizaba la calificación a largo plazo de la empresa española OHL, pasando a ser a BB+, *rating* propio de los bonos de alto rendimiento. Fue la primera empresa española conocida como *fallen angel*, pero poco después fue seguida por muchas más. En febrero de 2009, S&P elabora un informe en el que asegura será el año en el que más empresas bajen su calificación crediticia, multiplicándose los *fallen angels* (Martín, 2009).
- Las *rising stars* son compañías en pleno auge de crecimiento que todavía no han alcanzado su capacidad máxima. Son empresas poco maduras que no tienen el tamaño, ni la estructura de capital adecuada para ser *investment-grade* por lo que acuden al mercado de alto rendimiento para obtener financiación. Se espera que en el futuro, éstas empresas obtengan un cambio en su calificación crediticia a *investment grade*. (Investment, 2018).
- Empresas que tienen mucha deuda en su estructura de capital. Por ejemplo, el grupo Cortefiel ha tenido siempre niveles muy altos de apalancamiento y ha acudido al mercado de alto rendimiento para su financiación.

Otras empresas típicas de este mercado comparten alguna de las siguientes características:

- Empresas de capital intensivo: Se refiere a aquellas que tienen necesidades altas y recurrentes de inversión en activo que no pueden financiar con el propio flujo de caja de la empresa. Por tanto, acuden al mercado de alto rendimiento para financiar una parte de dichas necesidades (Standard & Poor's, 2007). Por ejemplo, Gestamp es una empresa española dedicada al desarrollo y fabricación de componentes para automóviles que requiere financiación de manera frecuente para el mantenimiento y mejora de su maquinaria y activos.
- Compañías que pertenezcan a un sector poco estable y de determinado riesgo, por ejemplo, industrias con exposición muy alta a los precios de las materias primas, véase el acero o el petróleo (Standard & Poor's, 2007). Un ejemplo puede ser la compañía de papel LECTA, que tiene una exposición de riesgo elevada debido a su dependencia de los precios de la celulosa.
- Empresas cíclicas, pues están muy ligadas a las tendencias macroeconómicas y específicas del sector, siendo muy difícil no contagiarse del mismo en momentos de crisis, aumentando por tanto su riesgo implícito (Standard & Poor's, 2007). NH Hotel Group, la cadena española de hoteles, pertenece al sector del turismo por lo que tiene un componente macro importante. Es decir, durante una crisis económica, el número de pernoctaciones por turismo y por viajes de negocio, caen afectando negativamente a los resultados de las cadenas hoteleras.

3.4 Inversores *high yield*

El rango de empresas que accede al mercado de *leveraged finance* es muy amplio. Del mismo modo los inversores interesados en él abarcan un gran espectro del mercado financiero. El comprador de *high yield* es aquel inversor de renta fija que busca rentabilidades superiores a las del grado de inversión asumiendo para ello un riesgo mayor.

El desglose de los principales inversores es el siguiente:

- El 35 % está en manos de los fondos de inversión: estos son inversores institucionales con perfiles muy diferentes, pero con un elemento común: búsqueda de mayor rentabilidad que el grado de inversión (Standard & Poor's, 2007).
- El 25% son fondos de pensiones que para hacer frente a obligaciones futuras deben invertir una parte en renta fija con retornos más elevados (Standard & Poor's, 2007).
- El 16% de la inversión procede de las compañías de seguros que deben invertir su propio capital para cubrir sus obligaciones futuras. Aunque tienen la mayor parte de su cartera invertida en *investment grade*, colocan una parte en activos BB, casi nunca B, para diversificar y asegurar un mínimo de rentabilidad (Standard & Poor's, 2007).
- El 16% procede de los *CLOs* o *CDOs* que son fondos de deuda paquetizados que invierten en un conjunto de activos y por tanto con un menor riesgo de impago por la diversificación (Standard & Poor's, 2007).
- El resto se encuentra en manos de *hedge funds* e inversores individuales. Existen numerosos tipos de *hedge funds* con diferentes estrategias y objetivos. Pero en general, es un tipo de inversor muy agresivo que busca situaciones de inversión oportunistas. Utilizan una estrategia impulsada por acontecimientos económicos, aprovechando la variación de precios provocada por los mismos para invertir (Standard & Poor's, 2007).

Este desglose pone de manifiesto la alta profesionalización y complejidad del sector, principalmente dominado por gestores de activos profesionales a los que se dirigen los bancos que lideran las operaciones de financiación en el mercado de *leveraged finance*. Ello complica la posibilidad de que las personas físicas puedan acudir a este mercado directamente.

Cabe destacar que los inversores de deuda de alto rendimiento están tremendamente condicionados por los *ratings* de las empresas emisoras. Como se ha mostrado en la tabla

2, el mercado *sub investment grade* es muy amplio abarcando un extenso rango de notas crediticias. Muchos inversores institucionales tienen rigurosos criterios de inversión en los que establecen la mínima nota que una empresa debe tener para poder invertir en la misma. Además, con el objetivo de controlar el riesgo de su cartera, establecen pautas que limitan los pesos de su inversión en cada categoría o *rating*. Por ello, a la hora de definir los inversores de alto rendimiento son fundamentales las agencias de calificación crediticia, pues condicionan directamente la inversión en las empresas (Société Générale, 2017).

En un mercado de tipos bajos, cercanos a cero, se genera un doble problema para los gestores de activos. Por un lado, hay una distorsión en la valoración de los activos que hace que la renta variable esté en máximos históricos. Por tanto, como he mencionado anteriormente deben tener máxima precaución al invertir pues se espera que haya una corrección cuando suban los tipos. Por otro lado, la inversión en renta fija en activos de poco riesgo o grado de inversión, proporciona una rentabilidad muy baja. En este momento, la necesidad de generar rentabilidad por parte de estos fondos hace que la demanda por este tipo de productos haya aumentado.

3.5 Instrumentos de financiación: bonos de alto rendimiento y préstamos apalancados.

En este apartado se van a analizar los diferentes instrumentos de financiación que ofrece la deuda de alto rendimiento, principalmente se explicarán los bonos *high yield* y los *leveraged loans*, así como sus principales características, usos y diferencias. Se explican estos dos porque en la práctica componen más del 90% de este mercado.

Cuando una empresa requiera financiación para llevar a cabo alguna de las operaciones que se han explicado anteriormente, tendrá que decidir los productos de deuda que más le convengan: emisión de bonos de alto rendimiento u obtención de préstamos apalancados. En este aspecto, se tendrán en cuenta diversos elementos, pero uno de los más importantes va a ser el orden de prelación (*seniority*) asociada a cada instrumento, pues decreta en gran medida el riesgo del producto. Este elemento va a determinar la preferencia u orden de cobro en el caso de insolvencia o quiebra por parte de la empresa emisora (Llopis, 2014). Como se muestra en el gráfico 9, cuanto menor sea dicha

prelación mayor es el riesgo y la rentabilidad para el inversor y por tanto, mayor es el coste de financiación para la empresa. Esto es lo que ocurre en el caso del alto rendimiento, dónde las empresas tienen intereses más altos debido a su riesgo implícito. En el gráfico 9 se muestran las categorías de mayor a menor prelación: en la parte superior se encuentran las alternativas de mayor seguridad *Super Senior Debt* y en la parte inferior *Subordinated Debt* (Guillard, 2015).

Gráfico 9: Los diferentes grados de seniority: de mayor a menor seguridad



Fuente: M&G Investments. Obtenido del artículo de LAPF Investments de Annabel Gillard “The big impact of small print in credit”, 2015. Elaboración propia.

3.5.1 Bonos de alto rendimiento

Los bonos *high yield* son activos de renta fija emitidos por instituciones públicas y privadas que ofrecen mayores rentabilidades a sus inversores a costa de mayor riesgo. Existe un mercado primario en el que se compra el activo cuando éste se emite por primera vez, y un mercado secundario de compra-venta de los mismos formado por inversores. Tienen el mismo funcionamiento y similares características que un bono *investment grade* o soberano. Algunos de sus elementos más importantes son:

- Cupones: En general, hacen referencia a un porcentaje fijo sobre el nominal que suele pagarse semestralmente. Al tratarse de deuda de alto rendimiento, los cupones son más altos que la deuda de las empresas de inversión. Para ejemplificarlo, en la tabla 3 se muestra la media de emisión de bonos de alto rendimiento en el mercado europeo (Standard & Poor's, 2007). Para que sirva de

referencia, el bono soberano español a 3 años está al 0,05% con fecha de subasta el 1 de marzo de 2018 (LCD, 2018).

Tabla 3: Cupones de nuevas emisiones de bonos de alto rendimiento en Europa

Año	Bonos de alto rendimiento - BB rating	Bonos de alto rendimiento - B rating
2010	7,04%	9,24%
2011	7,09%	8,67%
2012	6,04%	8,80%
2013	4,71%	7,73%
2014	4,31%	6,52%
2015	4,16%	6,51%
2016	3,77%	6,14%
2017	3,13%	5,43%
1Q18	3,24%	5,45%

Fuente: LCD S&P Global

Fuente: LCD - plataforma de datos y noticias de leveraged finance del grupo S&P. Elaboración propia.

Además, existen otro tipo de cupones conocidos como cupones flotantes (*Floating Rate Coupons*) que no se calculan a partir de un porcentaje fijo sobre el nominal, sino que el tipo de interés, es decir el cupón, varía conforme lo hacen valores de referencia como el Euribor (interés promedio interbancario de los préstamos a corto plazo). Por ejemplo, si se emitiera un bono de 100 millones con un cupón flotante, éste se calcularía con el Euribor (-0.191% a fecha de marzo de 2018) más un diferencial; éste último se fija en función del riesgo de la empresa, concretamente de su nota crediticia y su valor dependerá de otros elementos como el ciclo económico, las circunstancias o el sector de la empresa. Cabe destacar que actualmente existe la cláusula suelo a través de la cual, cuando el Euribor es negativo, el valor pasa a ser cero (Standard & Poor's, 2007).

Finalmente, un tercer tipo de cupones son los conocidos por su término anglosajón como *Pay in Kind (PIK)* que se traduce como pago en especie, porque consiste en capitalizar los intereses del bono a lo largo de su vida útil, desembolsando la totalidad en el vencimiento del bono (Standard & Poor's, 2007). Dado que implica un alto riesgo, la empresa emisora de esta deuda incurre en costes muy altos, más del 10%. Por ejemplo, en el caso de un bono de 100 millones de euros de principal y un tipo de interés del 10%, un bono de cupón fijo pagará 10 millones de euros anual con caja. En el caso de un cupón *PIK*, los intereses se devengan y se suman al principal, por lo que el año siguiente el principal será de 110 millones de euros

y los intereses el 10% de 110 millones. Es decir, la empresa solo utilizará su caja cuando la deuda haya llegado a su vencimiento, momento en el que desembolsará el principal y los intereses acumulados que se hayan devengado.

- Tamaño: No todas las empresas pueden financiarse mediante la emisión de bonos de alto rendimiento, pues el tamaño mínimo son 200 millones de euros, y emitir cantidades inferiores puede conllevar problemas de liquidez en el mercado secundario. Por ejemplo, en 2014 la empresa Wind realizó el mayor tramo de emisión de bonos con un valor de 2.100 millones de euros. La transacción más grande la llevó a cabo Altice por un valor de 12.050 millones de euros que separó en tres tramos con diferentes condiciones (moneda, vencimiento, etc) (Société Générale, 2017).
- Protección de recompra anticipada (*call protection*): Se dice que los bonos tienen cancelación anticipada (*callable*) cuando el emisor de los mismos puede recomprarlos en el mercado antes de su vencimiento. Esto ocurre cuando se prevé que los tipos de interés van a bajar y por tanto los precios de los bonos van a subir, momento en el que el tenedor del bono se verá beneficiado y la empresa emisora perjudicada con una deuda mucho más cara. Ante esta situación y con el objetivo de proteger a los compradores de los bonos, surge un elemento llamado *call protection* que establece un número de años en los que la empresa emisora de deuda no puede recomprar los bonos (Standard & Poor's, 2007).
- Prima de cancelación (*call premium*): Es la cantidad que debe pagar la empresa emisora de deuda cuando se quiera recomprar los bonos durante el periodo de tiempo en el que está vigente el *call protection* (Standard & Poor's, 2007).
- Vencimiento: En general, los bonos de alto rendimiento tienen vencimientos más cortos que los bonos corporativos debido a su elevada sensibilidad a las circunstancias del mercado. En general, suelen emitirse con vencimiento de cinco o diez años, pero suelen tener una protección de recompra anticipada (*non-call*) de 2 a 3 años (Société Générale, 2017).

- Restricciones (*covenants*): Son las restricciones que imponen los inversores a los prestatarios de deuda. El objetivo es que la empresa sea financieramente responsable, existiendo tres tipos de *covenants*: afirmativos (determina específicamente qué se debe hacer), negativos (prohíben y restringen el campo de acción de la empresa) y financieros (límites en la emisión de deuda adicional, pago de dividendos, venta de activos, etc. (Llopis, 2014). Aunque en el caso del alto rendimiento exista mayor riesgo de impago por parte de las empresas, las restricciones de los bonos suelen ser menos estrictas que cuando se trata de deuda corporativa. Esto es porque los bancos están legalmente obligados a ser más estrictos (Standard & Poor's, 2007).
- Garantías: Es un activo colateral, una empresa subsidiaria u otro elemento que sirva como garantía en el caso de impago de la deuda para proteger al banco, a los inversores y a los tenedores de deuda (Standard & Poor's, 2007). En el caso de los bonos, las garantías no son una condición necesaria para proceder con su emisión, pues existen bonos sin garantías que no disponen de estas protecciones a cambio de un cupón mayor (anexo II).

3.5.2 Préstamos apalancados (*leveraged loans*)

Un *leveraged loan* es un préstamo comercial que por su elevado importe procede de un grupo de diferentes prestamistas con términos y condiciones similares (Alberola, s.f.). Dichos prestamistas convergen, como Sindicato Bancario, para otorgar de forma unificada la totalidad del crédito solicitado (Suzaña, s.f.). Un banco agente o agente común organiza, estructura y administra la documentación, siendo el líder de la operación y el único en contacto permanente con el prestatario. Después, los diferentes bancos, comerciales o de inversión, que participen en la operación deberán venderlo (sindicar) a otros inversores.

Esta modalidad de préstamos nace a raíz de las grandes necesidades de financiación que tienen las empresas, ya que a partir de determinadas cantidades, no pueden acudir a una única institución. Por tanto, a través de los préstamos sindicados, muchas instituciones financieras de tamaño medio tienen la posibilidad de participar en estas operaciones.

Hay dos formas principales de sindicación de un préstamo:

- Sindicación de préstamo asegurado o *underwritten deal*: en este caso la institución financiera asegura la sindicación íntegra del préstamo, es decir, la venta del mismo en el mercado primario. Si la institución no lograra syndicar la totalidad del crédito, deberá asumir la diferencia. (Marín & TÉLLEZ VALLE, 2011). Cuando un banco de inversión no logra vender al mercado todo el préstamo que ha asegurado y, por tanto, tiene que asumir la diferencia, el banco tiene que invertir capital para comprarlo y esto puede suponerle un enorme coste. Por el contrario, cuando logra venderlo en su totalidad, gana elevadas comisiones sin comprometer una gran cantidad de capital (Standard & Poor's, 2013).
- Sindicación al mejor esfuerzo o *best efforts deal*: el banco o institución pertinente no asegura nada en el momento de syndicar o vender en el mercado (Standard & Poor's, 2013). En este caso, el papel del banco de inversión consiste en realizar todo el proceso de organizar, administrar y estructurar la documentación, además de sacarlo al mercado. La diferencia es que el resultado de la sindicación no le afecta, pues no asume ningún riesgo. En el caso de no poder vender la totalidad del préstamo, será el emisor quien decida cancelar la operación o seguir adelante con una cantidad menor o peores términos. Como es lógico, la comisión del banco es mucho menor (Marín & TÉLLEZ VALLE, 2011).

Las características fundamentales de estos préstamos son:

- Tipo de interés: el tipo de interés de un préstamo apalancado se compone de dos elementos fundamentales. Por un lado, un *base rate* o tipo base que está ligado al interés interbancario de la moneda de emisión. Por ejemplo, si se emitiera en euros sería el Euribor, si se emitiera en libras el Libor, etc (Standard & Poor's, 2013). Por otro lado, el diferencial es el valor marginal o diferencia en puntos básicos que se añade al tipo base en función del cliente, del producto, del tamaño del préstamo, de la situación económica y de mercado, etc. (Llopis, 2014).
- Prepago obligatorio: en un préstamo apalancado puede existir una cláusula que obligue al prestatario a cancelar una parte del crédito en determinadas

circunstancias. Esto ocurre ante la venta de activos, exceso de flujo de caja y emisión de deuda o capital adicional (Llopis, 2014).

- Garantías: realizan la misma función que en los bonos de alto rendimiento, pero en el caso de los préstamos siempre existe un colateral o garante. Consiste en cualquier elemento que sirva como garantía en el caso de impago de la deuda (Fontenay, 2014). Las garantías de subsidiarias hacen referencia a una cláusula que establece que en el caso de impago de la deuda, responderán las empresas subsidiarias si éstas existieran (Standard & Poor's, 2013).
- Restricciones (*covenants*): las restricciones en los préstamos tienen la misma función que en los bonos, pero en este caso son todavía más estrictas. En general, hay revisiones trimestrales que aseguren el cumplimiento de todas las restricciones. En el caso de los préstamos y a diferencia de los bonos, estos *covenants* suelen ser de mantenimiento, es decir es un requisito *sine qua non*, mientras que en los bonos, estos *covenants* suelen ser comprobados sólo cuando la compañía quiera realizar una acción específica (venta de activos, emisión de nueva deuda, etc.). Cabe destacar que en un entorno alcista como el actual, suele haber incremento de préstamos *covenant-lite*, que replican la estructura de *covenants* de los bonos, y en consecuencia conllevan mayor riesgo (Standard & Poor's, 2013).

Los préstamos apalancados pueden ser de diferentes tipos; se describirán a continuación los más importantes:

- *Term Loans*: Es el tipo de crédito más utilizado por las empresas de este mercado. El tipo base suele ser el Euribor o el Libor, pero podría ser cualquier otro que se haya pactado con el banco. El principal se puede desembolsar periódicamente o al final. Existen dos tipos fundamentales que conviene distinguir (véase el anexo II):
 - *Term Loan A (TLA)*: este tipo de préstamo tiene unas características muy similares a la deuda bancaria, pero se considera préstamo apalancado porque dado el gran tamaño, los prestamistas son diferentes bancos. Se dice que son *amortizing*, es decir el principal suele pagarse en

determinados plazos. El TLA tiene vencimientos más cortos que otros préstamos sindicados con una duración máxima de 6 años (Llopis, 2014). Las restricciones del banco son muy estrictas, por lo que es un producto de menor riesgo y tienen intereses más bajos (S&P Global Market Intelligence, 2017).

- *Term Loan B*: Son préstamos sindicados por los bancos, pero los inversores o tenedores de la deuda final son fondos institucionales. Son préstamos de mayor riesgo porque tienen restricciones más laxas y permisivas, por lo que el tipo de interés también es más elevado. El principal suele pagarse en la fecha de vencimiento y la duración del préstamo es mayor. En general, sus características son más parecidas a las de los bonos de alto rendimiento. Este tipo de préstamo es el que ha aumentado mucho debido a la desintermediación bancaria (Standard & Poor's, 2013).

- *Revolving credit facility* o línea de crédito: se pone a disposición de la empresa emisora de deuda una línea de crédito que puede utilizar total o parcialmente, pagando un tipo de interés muy bajo. Suele utilizarse en empresas que tienen grandes necesidades operativas de capital circulante. Este instrumento no es un préstamo apalancado ya que los bancos contratados para las operaciones anteriores lo ponen a disposición del cliente (S&P Global Market Intelligence, 2017).

3.5.3 Principales usos y diferencias

Los préstamos apalancados y los bonos de alto rendimiento se utilizan para financiar las operaciones explicadas anteriormente como la refinanciación de la estructura de capital, la recapitalización o la compra de empresas por parte de compradores financieros o estratégicos. Dependiendo del tamaño, el sector y otros factores, se utilizarán bonos, préstamos o una mezcla de ambos instrumentos.

Una de las diferencias más importantes es el carácter público o privado de los mismos. Los bonos son instrumentos públicos o un tipo de títulos que cotizan en el mercado de

valores. Con el objetivo de mantener a los inversores informados, los instrumentos públicos conllevan la elaboración de documentos trimestrales o anuales acerca de la sociedad emisora. No obstante, hay mucha información relevante como proyecciones de futuro u otra de elevada sensibilidad a la que no se tiene acceso porque no se proyecta a la totalidad del mercado. Sin embargo, los préstamos apalancados son instrumentos privados que se negocian con inversores durante el proceso de sindicación. Esto implica mayor acceso a información, pero siempre de manera confidencial.

Como consecuencia del carácter público o privado de los mismos, otra diferencia importante es que los bonos son instrumentos líquidos porque existe un mercado secundario muy desarrollado. Por el contrario, los préstamos tienen un mercado secundario más restrictivo e ilíquido al tratarse de instrumentos privados.

Otra diferencia reside en la protección de recompra anticipada (*call protection*). En el caso de los préstamos, o bien no tienen restricciones, es decir se pueden repagar en cualquier momento, o bien tienen un periodo más corto en la protección de recompra anticipada, aproximadamente 1 o 2 años. Por otro lado, los bonos cuentan con este elemento hasta 3 o 5 años, aunque varía según el vencimiento del instrumento. En general, los *covenants* de los préstamos suelen ser de mantenimiento, debiéndolos cumplir trimestralmente, siendo mucho más restrictivos que los bonos, que tienen solo *covenants incurrence* (anexo II).

Desde el punto de vista del inversor, aquellos que formen una cartera con productos de *leveraged finance* invertirán más en bonos o en préstamos en función del riesgo que quieran asumir. En general, los créditos son más seguros que los bonos de alto rendimiento porque cuentan siempre con activos colaterales de la propia empresa en caso de impago, mientras que en los bonos dependerá de si son con garantías (*secured*) o sin garantías (*unsecured*). Además, los créditos también tienen mayor orden de prelación (mayor posibilidad de cobro en caso de quiebra), vencimientos más cortos, restricciones y cláusulas más estrictas en el ámbito financiero, y menor volatilidad en los precios por estar sujeto al tipo de interés interbancario (anexo II).

Es interesante destacar que en la actualidad existe una tendencia en el mercado hacia la equiparación de ambos productos. Hace años las diferencias eran mucho más claras porque ambos mercados estaban menos desarrollados. Los bonos siempre eran sin

garantías, de mayor vencimiento, restricciones mucho más laxas, etc. Después del auge del alto rendimiento de los últimos años, se observan características propias de los bonos en los préstamos y viceversa. Por ejemplo, actualmente hay mayor liquidez en el mercado secundario de préstamos y existen los bonos con garantías. A raíz de ello, ahora se utiliza con frecuencia otro tipo de producto a caballo entre los bonos y los préstamos que es conocido como *cov-lite loans*⁶ (anexo II). En la tabla número 4 se puede observar cómo todo converge hacia un mercado común en el que se ven rasgos de unos en otros.

Tabla 4: Convergencia en las características de los bonos de alto rendimiento y los préstamos apalancados

	Préstamos bancario tradicional	Bonos públicos tradicionales	Préstamos apalancados y bonos de alto rendimiento
Prestamista	Un banco	Muchos inversores dispersos, incluye individuales	Muchos inversores dispersos, la mayoría institucionales no bancarios
Liquidez	Muy baja	Alta	Alta
Nivel de monitorización por parte del prestamista	Intensa	Limitado	Limitado
Restricciones financieras	Estrictas	Bajas	Intermedias
Garantías	Con garantías	Sin garantías	Préstamos apalancados: La mayoría con garantías, pero empiezan a darse sin Bonos de alto rendimiento: La mayoría sin garantías, pero empiezan a darse con

Fuente: *The Journal of Corporation Law. Informe de Elisabeth de Fontenay “Do the Securities Laws Matter? The rise of the Leveraged Loan Market”*, 2014. Elaboración propia.

Utilizando el gráfico 10 que muestra la emisión anual de bonos de alto rendimiento y la sindicación de préstamos apalancados en el mercado americano y europeo, se va a realizar un análisis independiente del uso de ambos productos. Como he mencionado antes, en 2008 los préstamos apalancados caen debido a la crisis económica y el impacto que tuvo en los bancos. Desde entonces, el mercado ha crecido a lo largo de los años con una pequeña caída en 2015.

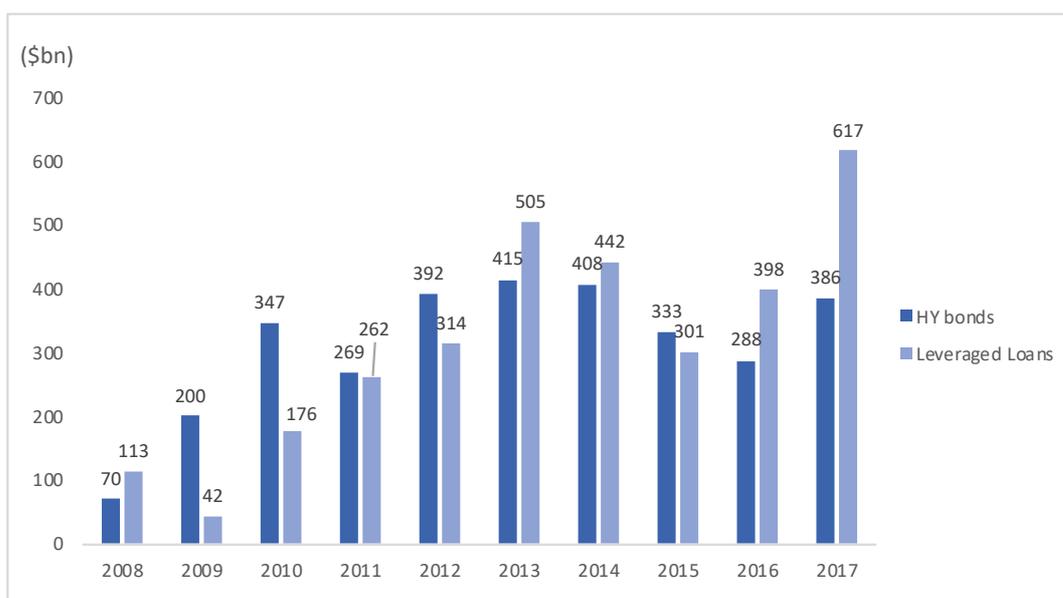
El año 2017 ha sido muy fuerte en el mercado de préstamos apalancados en ambos continentes, destacando especialmente los préstamos *Term Loan B* dónde los acreedores son fondos institucionales. Como se muestra en el gráfico, las operaciones de préstamos apalancados alcanzaron un total de 617 billones de dólares en 2017, frente a los 398

⁶ *Cov-lite loans*: Préstamos apalancados caracterizados por tener restricciones financieras flexibles, similares a las de los bonos de alto rendimiento (anexo II).

billones de dólares publicados en 2016. Entre los diferentes usos, la refinanciación de deuda es la operación más común para la que se utilizan los préstamos apalancados (Mathews & Cullinane, 2018). Las empresas quieren aprovechar los tipos bajos para refinanciar la deuda que va a llegar a su vencimiento o que tenga peores términos y condiciones más caras por negociarse hace tiempo.

En el caso de los bonos en los mercados de Estados Unidos y Europa, el año pasado se emitieron 386 billones de dólares, superando la cifra de 2016 de 288 billones de dólares. Aunque mucho menor que el mercado de préstamos, los inversores apuestan por este tipo de productos porque es un mercado más líquido con rentabilidades intermedias entre la renta variable y la renta fija más conservadora. De igual forma, las empresas optan por los bonos antes que por los préstamos cuando no quieren tener restricciones en su forma de operar (Mathews & Cullinane, 2018).

Gráfico 10: emisión global de productos de leveraged finance



Fuente: LCD - plataforma de datos y noticias de leveraged finance del grupo S&P. Elaboración propia.

Aunque la emisión de ambos productos ha aumentado entre el año 2016 y 2017, proporcionalmente los préstamos aumentan más. Además de presentar mayores valores en términos absolutos, en términos relativos los préstamos apalancados ganan cuota frente a los bonos de alto rendimiento. Una parte de este crecimiento se debe al auge de los *cov-lite loans*, que se asemejan en muchas características a los bonos, sin embargo

estas facilidades suelen desaparecer en situaciones económicas más complicadas, haciendo de los bonos un instrumento más atractivo para los emisores. No hay que olvidar que el mercado de bonos es muy volátil y aunque haya habido una caída en los últimos años, pueden verse repuntes en los próximos (Société Générale, 2017).

4 Aplicación del contenido mediante un caso real

En este apartado se va a analizar un caso real que tuvo lugar durante el verano de 2017, en el que la empresa HEMA refinancia su estructura de capital emitiendo bonos de alto rendimiento por valor de 750 millones de euros. El objetivo es entender la dinámica de este mercado ejemplificando con una transacción real todo lo explicado en el apartado 3 sobre *leveraged finance*: el tipo de empresa que acude a este mercado, la operación que se lleva a cabo, las alternativas de financiación y los inversores. Además, se van a explicar brevemente los pasos que siguen las empresas y sus asesores bancarios en la emisión de títulos *high yield*.

4.1 Procedimiento en la emisión de bonos de alto rendimiento

Aunque se trate específicamente el caso de la empresa HEMA, el proceso que se ejecuta en la emisión de bonos de alto rendimiento suele ser siempre igual (representado en el gráfico 11). El primer paso siempre consiste en una reunión entre la sociedad emisora y el resto de asesores, en la que se decide el calendario de emisión y se fijan reuniones futuras para cumplir con los plazos. En esta etapa, es necesario estudiar los aspectos clave de la empresa como su modelo de negocio, la estrategia operativa, la situación financiera y la contabilidad de la misma. La siguiente fase consiste en diseñar las características de la operación en función de las necesidades de la compañía, por ejemplo el tamaño de la emisión de bonos o la moneda de la misma. También se elaboran documentos legales y presentaciones provisionales para las agencias de crédito. En el caso de HEMA la cantidad emitida fue de 750 millones de euros, una emisión bastante elevada porque debía repagar una deuda de un tamaño similar, emitida en 2014 con el objetivo de satisfacer sus necesidades de crecimiento, concretamente la compra de locales.

El siguiente paso es hacer pre-marketing a potenciales inversores (fondos de inversión, pensiones, *hedge funds*...), de forma confidencial para recibir opiniones constructivas sobre la operación. Para ello se les proporcionan los datos financieros relevantes de la empresa, los objetivos de la financiación y la estrategia que sigue la compañía, respondiendo a cualquier pregunta que puedan tener. Si el pre-marketing es positivo, se seguirá adelante con la operación. Este paso es muy útil porque al no ser público, si no se lleva a cabo la emisión de bonos no hay riesgo reputacional para la empresa.

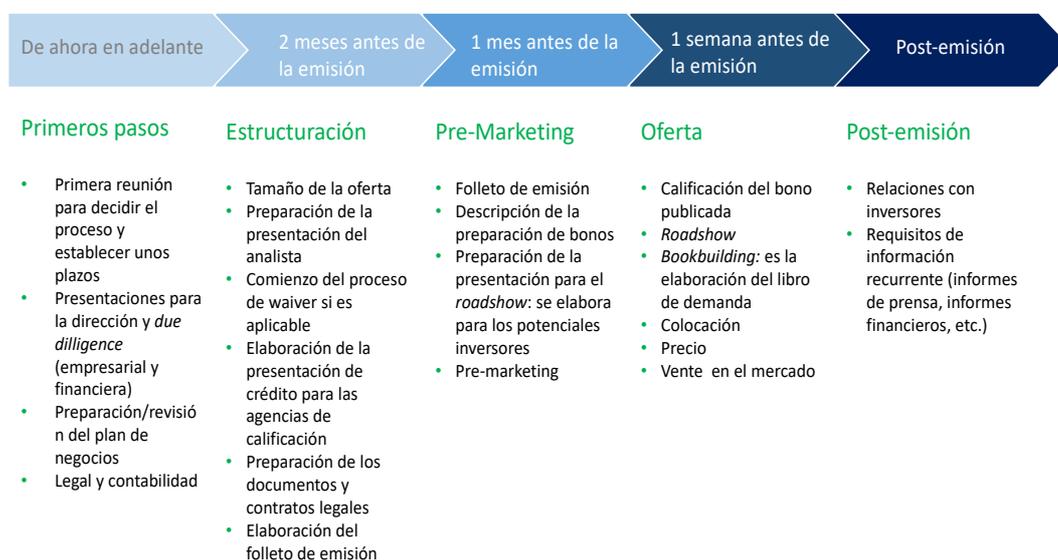
A continuación se terminan de elaborar todos los documentos necesarios entre los que destaca el folleto de emisión, conocido como *prospectus*, que se hace público en el momento en el que salen los bonos al mercado y contiene toda la información acerca de la empresa y de los términos de la operación. El siguiente paso es anunciar la transacción con unos términos provisionales y, de forma simultánea, las agencias de *rating* deben confirmar tanto la nota de la empresa emisora como del producto que se emite, pues no siempre coincide. Por ejemplo, los bonos que son *secured* suelen tener mejor *rating* que la empresa emisora porque si ésta quebrara, los bonistas tienen unos activos que les protegen. Por ejemplo, el *rating* de los bonos con garantías emitidos por HEMA tuvieron una calificación B-/B2 y los bonos sin garantías CCC/Caa2 (S&P Global Market Intelligence, 2017).

Finalmente, se lleva a cabo el proceso de sindicación y colocación de los bonos en el mercado. En este último paso, el banco de inversión elabora un documento llamando a los inversores que sabe están interesados, los cuales establecen la cantidad que van a comprar y el precio al que están dispuestos a hacerlo. Utilizando los resultados de dicho documento, se calcula un precio medio que es con el que se van a emitir los bonos al mercado, esperando que todos los inversores compren la cantidad que habían establecido previamente. A partir de ese momento, éstos compran los bonos en el mercado primario al precio medio obtenido en la subasta y podrán venderlos cuando quieran en el mercado secundario.

Si el banco hubiera asegurado la operación y una parte no se logra vender, éste deberá asumirla. Dado que el cliente del banco es la empresa emisora, el objetivo es conseguir el cupón más bajo posible al que los inversores estén dispuestos a comprar los títulos. Además, en este proceso también se debe analizar qué tipo de inversores son los más

recomendables como acreedores, pues como he mencionado anteriormente, existen diferentes perfiles, siendo unos más agresivos y activos que otros.

Gráfico 11: Proceso de la emisión de bonos que tiene un periodo habitual de 10/12 semanas



Fuente: Société Générale. Informe "High Yield Product Overview", 2017. Elaboración propia.

4.2 Empresa: HEMA

HEMA es una empresa holandesa que pertenece a la industria de la venta al por menor (*retail*) con tiendas en distintos países de Europa, entre otros Francia, Alemania, Bélgica, Luxemburgo, Reino Unido y España. HEMA diseña, comercializa, vende y distribuye sus productos a través de tiendas físicas que alquilan o compran, o a través de una red de franquicias. Los productos que ofrecen son de uso cotidiano y de todo tipo: ropa, casa, cuidado personal, cosmética y alimentación. Solo vende productos de su propia marca y sigue una estrategia de precios bajos (HEMA Bondco I B.V. & HEMA Bondco II B.V., 2014).

En 2007 HEMA fue comprada al grupo Maxeda, un conglomerado *retail*, por un fondo de capital riesgo llamado Lion Capital, a quien pertenece a día de hoy el 100% de la compañía. Lion Capital es un fondo de capital riesgo británico especializado en el sector del consumo que vio la oportunidad de optimizar HEMA desde un punto de vista operativo y financiero. En su momento, el fondo compró a un múltiplo de 11.7 veces Ebitda y desde entonces, ha intentado vender la compañía en numerosas ocasiones y de

diferentes formas, pero todavía no lo ha logrado a fecha de hoy (HEMA Bondco I B.V. & HEMA Bondco II B.V., 2014).

Desde 2009 se ha llevado a cabo una expansión internacional muy rápida y en 2016 ya tenía más de 500 tiendas en Holanda, 100 en Bélgica, 40 en Francia y 10 en España. Sin embargo, gran parte de los locales en los que opera los compra, por lo que requieren una inversión previa muy fuerte (HEMA Bondco I B.V. & HEMA Bondco II B.V., 2014). A ello se sumó la crisis financiera de 2009, que golpeó la compañía y registró niveles de ventas muy por debajo del objetivo, resultando en un alto nivel de apalancamiento financiero y por tanto, un *rating* propio del mercado *sub investment grade*. En 2014 contaba con una nota B- y unos ratios de apalancamiento neto de 6.7 veces Ebitda. Como se muestra en la tabla 5, en 2016 llegó a tener un apalancamiento superior a 8 veces Ebitda y en 2017 bajó de nuevo a 6 veces Ebitda.

Tabla 5: Situación financiera de la empresa en el primer cuatrimestre de 2016 y 2017, previa a la refinanciación de capital, en millones de euros

(€m)	Q1 2016	Q1 2017
Ingresos	1145	1206
Ebitda LTM ajustado*	88	110
Deuda neta	704	689
Deuda neta / Ebitda	8x	6x

*Últimos doce meses o Last Twelve Months (LTM)

Fuente: Página web HEMA, cuentas anuales, 2016 y 2017. Elaboración propia.

En definitiva, HEMA es una empresa que requiere mucho CAPEX para poder crecer y, al pertenecer a la industria *retail*, tiene gran dependencia de las circunstancias económicas del momento. Es una empresa que tiene un riesgo implícito elevado y por eso, ha acudido históricamente al mercado de *leveraged finance* para financiarse.

4.3 Operación: refinanciación de la estructura de capital

En 2014, HEMA emitió bonos por valor de 715 millones de euros para financiarse y poder hacer frente a sus obligaciones de pago, estrategias de crecimiento e inversión en

diversificación de líneas de productos. Del total de la cantidad emitida, se establecieron tramos en función de las condiciones que ofrecían, cada uno con diferente cupón o coste en función del riesgo (S&P Global Market Intelligence, 2014):

- 315 millones de euros fueron bonos *senior secured* con un cupón del 6.25%
- 250 millones de euros fueron bonos de cupón flotante: Euribor + 525 puntos básicos de diferencial
- 150 millones de euros fueron bonos *unsecured* con un cupón del 8.5%

Puede observarse que el coste de financiación para la empresa fue muy elevado debido a su alto nivel de riesgo. Como he mencionado anteriormente, la calificación de HEMA era de B- y el ratio de apalancamiento de 6.7 veces Ebitda.

Aunque los bonos emitidos en 2014 tenían como fecha de vencimiento el año 2019, en 2017 la empresa contrató a J.P. Morgan y Credit Suisse para refinanciar su estructura de capital. La razón por la que refinancian la deuda dos años antes del vencimiento es porque estaban pagando un coste demasiado alto, teniendo en cuenta las siguientes condiciones:

- En 2017 habían obtenido mejores resultados financieros, aumentando los ingresos, el Ebitda y reduciendo la deuda. En 2014 el Ebitda ajustado era de 103 millones de euros, en 2015 de 86 millones y en 2017 (a fecha de la operación) de 110 millones de euros. La deuda neta pasó en el mismo periodo de 686 millones de euros a 704 millones y 689 millones de euros. La mejora de resultados permite mejores condiciones y menor coste en la financiación (HEMA B.V., 2016, 2017).
- En 2017, los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos, por lo que comparado con 2014, tiene sentido financiarse para abaratar el coste.
- Los bonos de HEMA vencían en 2019, es decir dos años más tarde del comienzo de la operación, por lo que la empresa tiene todavía poder de negociación ya que la refinanciación no es estrictamente necesaria en ese momento.

Dada las dudas generadas por esta compañía desde la compra por Lion en 2007, así como la mala situación del sector *retail* en general, los accionistas y gestores tuvieron que negociar tipos de interés más altos que los ofertados inicialmente por parte de los bancos colocadores. Finalmente y dado que las perspectivas de una situación de mercado mejor era inverosímil, la empresa recompró al mercado los bonos emitiendo nuevos con intereses algo más altos, pasando de un tipo de interés medio de 6.4% al 6.7%. En julio

de 2017, la empresa emitió bonos por valor de 750 millones de euros, de los cuales (S&P Global Market Intelligence, 2017):

- 600 millones fueron bonos de cupón flotante: Euribor + 625 puntos básicos de diferencial con vencimiento en 2022
- 150 millones fueron bonos *unsecured* con un cupón del 8.5% y vencimiento en 2023

Además, cuando tiene lugar una operación de financiación, la empresa suele pedir a los bancos una línea de crédito o *revolving credit facility (RCF)* que le permita satisfacer sus necesidades operativas y de circulante a corto plazo (S&P Global Market Intelligence, 2017). Esta herramienta permite a las empresas utilizar el crédito cuando les sea necesario, pagando un tipo de interés muy bajo únicamente sobre el capital utilizado, además de una pequeña comisión sobre el capital comprometido por el banco y no utilizado. Este producto es importante para una empresa puesto que le permite manejar su liquidez de manera eficiente y barata, disponiendo del dinero en situaciones puntuales en las que existan necesidades operativas o de inversión, siempre a corto plazo. Una vez que la empresa tenga liquidez, ésta repaga la parte del crédito dispuesto, reduciendo el coste financiero a la vez que manteniendo la disponibilidad del mismo para futuras ocasiones. La empresa se beneficia porque en el caso de tener exceso de caja puede reinvertirla y obtener mayor rendimiento que el coste que supone la línea de crédito. Si la compañía no generara caja, se beneficiaría igual porque pasaría a tener liquidez.

En el caso de HEMA se abrió una línea de crédito por valor de 100 millones de euros en la que participaron diferentes bancos. HEMA deberá pagar, además del interés correspondiente sobre la cantidad dispuesta en cada momento, una comisión de disponibilidad sobre la cuantía no dispuesta, siendo en este caso un 35% del diferencial. Por ejemplo, si el préstamo tuviera un coste de Euribor+300 puntos básicos de diferencial y del total de la cantidad disponible se utilizaran 60 millones de euros, HEMA pagará intereses por un valor de E+300 por esa cantidad dispuesta, y el 35% de 300 puntos sobre los 40 millones de euros no utilizados. Por razones de confidencialidad no es posible dar a conocer el nombre de los bancos que participaron en esta operación ni el tipo de interés que establecía el coste de la misma.

Las operaciones de financiación se representan siempre a través de una tabla conocida como fuentes y usos (*sources & uses*) que puede observarse en la tabla 6. En la columna izquierda se representan los *sources*, en los que se encuentran las fuentes del nuevo capital obtenido, en este caso 600 y 150 millones de euros proceden de los nuevos bonos que se emitieron en 2017; 7 millones de la caja que tenía la empresa en su balance y 10 millones de la línea de crédito (*RCF*). En la columna derecha de la tabla 6 se muestran los usos que se le da a ese capital: recompra de los bonos emitidos en 2014, la prima de recompra que representa el coste por haberse adelantado al vencimiento, los intereses devengados y las comisiones de la operación.

Tabla 6: Fuentes y usos de la refinanciación de HEMA

Sources & Uses (€m)			
Sources		Uses	
Nuevos bonos <i>senior secured</i>	600	Repago bonos existentes	715
Nuevos bonos <i>unsecured</i>	150	Repago <i>Purchase Money Obligations</i> *	27
Caja del balance	7	<i>Premium</i> recompra de bonos	11
Línea de crédito	10	Intereses devengados	5
		Comisiones, <i>fees</i> y otros	9
Total	767	Total	767

*Deuda en la que se incurre par financiar o refinanciar la adquisición, alquiler, construcción o mejora de una propiedad

Fuente: Folleto de emisión de Obligaciones HEMA Bondco I / Bondco II, emitido el 14 de julio de 2017 en la Bolsa de Luxemburgo. Elaboración propia.

Después de refinanciar la deuda existente del 2014 utilizando nuevos bonos, caja y la línea de crédito, el ratio de apalancamiento financiero en julio de 2017 fue de 5.7 veces Ebitda.

4.4 Inversores

Aunque la empresa ha atravesado una época muy poco estable durante la crisis, HEMA lleva en el mercado *high yield* desde 2009, por lo que cuenta con una sólida cartera de inversores. Por temas de confidencialidad, no puede saberse el nombre específico de los fondos que compraron estos bonos, pero al ser un producto tan arriesgado por su elevado apalancamiento y *rating*, los inversores tendrán un perfil agresivo con mayor proporción de *hedge funds* que otros de menor riesgo como fondos de pensiones.

4.5 Alternativas de financiación

HEMA optó por financiarse utilizando bonos de alto rendimiento en lugar de préstamos apalancados por diversas razones. En primer lugar, los bonos tienen restricciones (*covenants*) de mayor flexibilidad y, debido al alto apalancamiento que tenía y consecuentemente el riesgo, los préstamos le hubieran exigido restricciones más estrictas. En segundo lugar, para poder financiarse tiene que existir demanda de inversores dispuestos a comprar la deuda que se emite, y, en este caso, los compradores de bonos suelen soportar mayor nivel de apalancamiento porque su mercado es más líquido, es decir, hay más facilidad para entrar y salir. Asimismo, los compradores de estos títulos esperan mayores rentabilidades y tienen más posibilidades de obtener retornos elevados con este tipo de productos, pues los precios de los bonos fluctúan mucho más, pudiendo llegar fácilmente a un 10% por encima del valor nominal. Por el contrario, los precios de los préstamos fluctúan en menor medida, alcanzando 102 o 103 euros aproximadamente (asumiendo un valor nominal de 100 euros), cotizando en un mercado de menor liquidez y con un perfil de inversores más conservador que busca un retorno constante.

En último lugar, concretamente el sector del *retail* tiene un mercado mucho mayor de bonos de alto rendimiento que de préstamos, por lo que en este sector, es más fácil atraer a inversores de bonos. Además, HEMA ya tenía sus propios inversores de los títulos emitidos en el año 2014 y probablemente volverían a invertir. En conclusión, a HEMA le interesaba financiarse con bonos de alto rendimiento porque le resultaba más fácil atraer demanda en este mercado que se ajustara a sus necesidades.

4.6 Otros ejemplos

Utilizando los datos financieros de HEMA, voy a exponer de forma breve cómo sería la tabla de fuentes y usos en otro tipo de operaciones, como la recapitalización de la estructura de capital o un *LBO*. En este epígrafe todos los datos van a ser ilustrativos.

- Si en lugar de una refinanciación de deuda, se hubiera realizado una recapitalización de dividendos, la tabla sería así (tabla 7):

Tabla 7: Fuentes y usos de una posible recapitalización

Sources & Uses (€m)			
Sources		Uses	
Nuevos bonos <i>senior secured</i>	600	Repago bonos existentes	715
Nuevos bonos <i>unsecured</i>	200	Repago <i>Purchase Money Obligations</i> *	27
Caja del balance	7	<i>Premium</i> recompra de bonos	11
Línea de crédito	10	Intereses devengados	5
		Dividendo a los accionistas	50
		Comisiones, <i>fees</i> y otros	9
Total	817	Total	817

*Deuda en la que se incurre para financiar o refinanciar la adquisición, alquiler, construcción o mejora de una propiedad

Fuente: Elaboración propia, inspirada en los datos del folleto de emisión de 2017.

En la columna de la derecha (*uses*), se recoge la cantidad necesaria que requiere la empresa para las múltiples operaciones, entre las que se encuentra el pago de dividendos, y en la izquierda (*sources*), las fuentes de donde procede ese capital. Con respecto al caso previo de la refinanciación de deuda de HEMA, sería necesario aumentar 50 millones de euros el tamaño de uno de los nuevos bonos para poder pagar a los accionistas el dividendo. Al aumentar más la deuda, el apalancamiento de la empresa después de esta operación pasaría a ser 7.3 veces Ebitda.

Dadas las circunstancias de HEMA, esto no ocurriría nunca porque no tendría sentido endeudarse más para darles un dividendo a los accionistas. Los tenedores de deuda no lo aceptarían y probablemente existieran restricciones en los términos de la deuda que prohíban recompensar a los accionistas cuando la empresa va mal.

- Si en lugar de una refinanciación de deuda, se hubiera realizado la compra de HEMA a Lion Capital por parte de otro fondo de capital riesgo, es decir un *LBO*, la tabla sería así (tabla 8):

Tabla 8: Fuentes y usos de un posible LBO

Sources & Uses (€m)			
Sources		Uses	
Bonos <i>senior secured</i>	600	Repago bonos existentes	715
Bonos <i>unsecured</i>	230	Dividendo a los accionistas	100
		Comisiones, <i>fees</i> y otros	15
Total	830	Total	830

Fuente: Elaboración propia, inspirada en los datos del folleto de emisión de 2017.

En esta operación, otro fondo de capital riesgo compraría la empresa a Lion Capital. Cuando en *leveraged finance* se financia un LBO, se siguen los siguientes pasos:

1. Cálculo del valor de la empresa que el nuevo fondo está dispuesto a comprar: En este caso, imaginemos que compra la empresa a un múltiplo de 8 veces Ebitda (es el múltiplo aproximado al que están realizándose las compras de empresas similares a HEMA).
Ebitda = 110 millones de euros
Múltiplo de compra = 8 veces Ebitda, cabe destacar que Lion compró la empresa por un múltiplo de 11.7 veces Ebitda. La diferencia radica en la situación económica del 2007, con una economía en expansión y un sector en auge, además la compañía tenía un gran potencial y buenos resultados
Valor de la empresa = 880 millones de euros (sería un valor muy bajo pero hay que tener en cuenta que corresponde a una empresa que no va bien desde hace mucho tiempo).
2. Dado que el valor de la empresa es la suma de los recursos propios y la deuda financiera neta de la empresa, de los 880 millones de euros, 767 serían necesarios para repagar la deuda existente y Lion Capital solo recibiría la diferencia, es decir 113 millones de euros. Esto se representa en la tabla 8, en la columna de los usos. Puesto que la deuda es altísima y la empresa vale solo 880 millones de euros, Lion ganaría muy poco (113 millones de euros) teniendo en cuenta la inversión realizada desde su compra a Maxeda.

3. En la parte de *sources* se representa la nueva estructura de capital que el nuevo fondo quiera poner para la empresa. Del total que paga (880 millones de euros), pondrá de su propio capital (recursos propios) 380 millones de euros y el resto será deuda procedente del mercado *sub investment grade* por valor de 500 millones de euros. Así el apalancamiento de la empresa se reduce mucho, siendo $500/110 = 4.5$ veces Ebitda. De esta manera un nuevo comprador, con una estrategia definida y una estructura de capital más conservadora, podrá hacer frente al pago de la nueva deuda de forma más cómoda.

En definitiva, la dinámica del mercado de *leveraged finance* siempre tiene como denominador común que la empresa que se financie tenga un *rating sub investment grade*. A partir de ahí, puede variar la necesidad de la empresa, la operación, los instrumentos utilizados o los inversores, y cualquiera de ellas se representa utilizando la tabla de fuentes y usos.

5 Conclusiones

En la primera conclusión del trabajo se puede establecer que la deuda de alto rendimiento constituye una de las fuentes principales de financiación para empresas por debajo del grado de inversión, habiendo experimentado un crecimiento exponencial en los últimos diez años. Este mercado nace para cubrir las necesidades de financiación específicas de empresas que tienen un riesgo y tamaño determinado. Dichas compañías representan una proporción relevante del tejido empresarial de cualquier país. Además, el uso de este tipo de deuda, que comenzó en Estados Unidos para financiar transacciones apalancadas de *LBO*, se ha expandido en todas direcciones, consolidándose en los mercados europeos y emergentes, así como diversificando el uso de la misma mediante operaciones de refinanciación, recapitalización o adquisiciones de empresas y activos. Hoy, la evolución de este mercado continúa creciendo favorecida por una economía en expansión y una desintermediación bancaria cada vez más evidente y necesaria.

La segunda conclusión es el diferente rol que juegan los bancos en el sistema financiero después de la crisis. Como consecuencia de la desintermediación bancaria, éstos pasan de ser los principales actores a jugar un papel cada vez más cercano a intermediario

financiero de las operaciones. Como se ha visto a lo largo de este trabajo, en los años previos a la crisis existía una excesiva dependencia bancaria en los países europeos. Una de las soluciones que propuso el Banco Central Europeo es la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas, lo que va en línea con el proceso de desintermediación bancaria que vivimos.

En relación con lo expuesto anteriormente, otra de las ideas más relevantes reside en la diferencia del funcionamiento del mercado americano y europeo. Los estadounidenses entendieron hace mucho tiempo el peligro que supone la excesiva dependencia bancaria en la financiación de las empresas, desarrollando alternativas como los mercados de capitales o los fondos de *direct lending*. En Estados Unidos el porcentaje de la financiación de las empresas procedente de los bancos ha sido siempre menor que en Europa, por lo que tiene un mercado más desarrollado y profundo que el de los países europeos. En el caso de España la diferencia es aún mayor, pues la dependencia de financiación bancaria por parte de las empresas ha sido siempre bastante más elevada que en otros países europeos como Francia o Alemania. Hoy en día, a pesar de la gran consolidación bancaria vivida en España, en la que el número de instituciones financieras se redujo mediante la desaparición y fusiones de las diferentes cajas y bancos, la banca sigue manteniendo un gran arraigo en el tejido empresarial y siendo el principal acreedor de las empresas españolas.

La tercera conclusión es que la globalización de la economía, la internacionalización de las empresas y la eliminación de las barreras geográficas han permitido crear un mercado financiero más transparente y directo que beneficia a las empresas y que retroalimenta el crecimiento del mercado financiero global. Mientras que en el pasado, cualquier compañía acudía a su banco más cercano para obtener un préstamo, en la actualidad una empresa holandesa (como en el caso estudiado) puede obtener 700 millones de euros, libras o dólares cotizando en cualquier bolsa del mundo, teniendo como acreedores a otras instituciones igualmente complejas que compran y venden su participación en el mercado. De nuevo, la dinámica actual deja al banco como un mero agente intermediario entre la empresa y sus acreedores, viviendo de las elevadas comisiones que cobra por estos procesos.

Finalmente, desde el punto de vista de los inversores se ha demostrado que la deuda de alto rendimiento es una de las oportunidades de inversión más atractivas del mercado. Este último se caracteriza por ser amplio y diverso, pues intervienen empresas de todas las industrias con diferentes niveles de riesgo (siempre *sub investment grade*). Además, los inversores de este mercado también tienen la oportunidad de participar en transacciones privadas, como los préstamos apalancados en las que el precio casi no fluctúa, o invertir en instrumentos públicos como los bonos, ya sea en el mercado primario o secundario. Además, en momentos en que los tipos son bajos, en los que los fondos necesitan generar rentabilidad, la demanda de activos como la deuda de alto rendimiento se dispara. Por otro lado, la renta variable se encuentra en niveles muy altos debido a la expansión de la economía, por lo que existe un alto riesgo de una posible caída en el corto plazo.

En cuanto a mi opinión personal, considero que el mercado de *leveraged finance* ofrece una gran variedad de beneficios para aquellos que participan en sus operaciones; desde las empresas e inversores, hasta aquellos asesores legales y financieros como pueden ser los bancos de inversión o *bufetes* de abogados. Desde mi experiencia el verano pasado, estar cerca del mercado de *leveraged finance* permite comprender el contexto global, desde las fusiones y adquisiciones de fondos de capital riesgo y otras compañías relevantes, hasta el conocimiento de la situación macroeconómica en general. Como hemos visto, factores como el tipo de interés, el ciclo de la economía o el nivel de operaciones en el mercado, tienen un impacto en la emisión de deuda de alto rendimiento.

En relación a España, creo que aún tiene mucho camino por recorrer en el proceso de desintermediación bancaria de su economía. Debemos entenderlo como una oportunidad de crecimiento de las diferentes alternativas de financiación, evolucionando a fuentes más flexibles, rápidas y seguras como pueden ser los mercados de capitales. En los últimos años hemos visto algunas empresas españolas acudiendo al mercado de *leveraged finance*, sin embargo, la gran mayoría lo ha hecho de la mano de *Private Equities* internacionales con alto grado de profesionalización; algunos ejemplos incluyen Cortefiel, Deoleo, o Quirón Salud. Por el contrario, existen pocas empresas familiares o de accionariado español que hayan dado el salto a este mercado, algunas de éstas son Ence Energía, Celulosa, NH Hoteles u OHL. Creo que la escasez de empresas españolas en el mercado de alto rendimiento puede deberse, en algunos casos, al desconocimiento

del mercado, la falta de profesionalización, la desconfianza en los intermediarios financieros y el propio tamaño de las empresas.

De cara al futuro, diversos factores apuntan a que el grado de penetración de la deuda de alto rendimiento aumente en España. Entre ellos, uno muy relevante es el crecimiento de las propias compañías, que después de la crisis financiera se estableció como uno de los principales objetivos a nivel nacional. Otros ya mencionados son la estricta regulación en la concesión de préstamos bancarios y el aumento de la consolidación de estas instituciones. En general, a medida que la industria española recupere su dinamismo, deberán ser más las empresas que den el salto a este mercado, beneficiándose de las ventajas que éste ofrece. Si se lograra, veríamos un impacto inmediato en la solidez de las empresas españolas, muchas veces ahogadas por la escasez de financiación y la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos o a sus oportunidades de expansión. Ante la posible llegada de una crisis, tanto los bancos como las empresas se verán menos afectados.

Como conclusión final, se puede afirmar que el proceso de desintermediación bancaria que se ha producido en los últimos diez años ha permitido un rápido crecimiento del mercado de *leveraged finance*, diversificando las fuentes de financiación para la empresa, creando un nuevo activo para los inversores, reduciendo el riesgo en el balance de los bancos y en conjunto, generando mayor actividad económica que redunda en beneficio de la sociedad.

Bibliografía

- Alberola, G. (s.f.). *¿Qué es un préstamo sindicado?* Obtenido de IMF Business School: <https://www.imf-formacion.com/blog/mba/que-es-prestamo-sindicado/>
- Altman, E. (Agosto de 2000). *The high yield bond market: a decade of assessment, comparing 1990 with 2000*.
<http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/report.pdf>
- Barnard, J. (2017). A Most Unusual Cycle - The Shrinking Of The High Yield Market. *Janus Henderson Investors*.
- Bernanke, B. S. (2015). Why are interest rates so low, part 4: Term premiums. *Brookings*.
- Datos Macro. (2018). *Rating: Calificación de la deuda de los países*. Obtenido de Datos Macro: <https://www.datosmacro.com/ratings>
- Distenfeld, G., & Shah, A. (2014). *High Yield: Equity-Like Returns...with Half the Risk?* Obtenido de Alliance Bernstein:
https://www.alliancebernstein.com/abcom/Perspectives_Web/Market/Retail/Equity-Like>Returns/Equity-Like>Returns-Whitepaper.pdf
- Ernst & Young. (octubre de 2016). *European Private Debt: where do we go?*
- Fontenay, E. d. (2014). Do the Securities Laws Matter? The Rise of the Leveraged Loan Market. *The Journal of Corporation Law*. Obtenido de Duke University: https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5944&context=faculty_scholarship
- Gramatovich, T. (15 de April de 2015). The Origin and Growth of the High Yield Market. *PERITUS Asset Management*.
- Guillard, A. (2015). The big impact of small print in credit. *LAPF Investments*.
- HEMA B.V. (2016, 2017). *HEMA financial reports*. Obtenido de <https://www.hema.net/investors/financial-reports>
- HEMA Bondco I B.V & HEMA Bondco II B.V. (2017). *Folleto de emisión*. Documento interno no publicado.
- HEMA Bondco I B.V. & HEMA Bondco II B.V. (2014). *Folleto de emisión*. Documento interno no publicado.
- Henderson Global Investors. (2015). *The case for high yield bonds*.
https://az768132.vo.msecnd.net/documents/108808_2017_12_14_03_04_43_883.zip.pdf
- Ibañez, J., & Sandoval, B. (s.f.). LA TRANSPOSICIÓN DE BASILEA III A LA LEGISLACIÓN EUROPEA. *Banco de España*.

- IEB. (19 de octubre de 2017). *Direct lending: la desintermediación bancaria en Europa*. Obtenido de Instituto de Estudios Bursátiles: <https://www.ieb.es/direct-lending-la-desintermediacion-bancaria-europa/>
- Investment, I. (2018). *RISING STARS AND FALLEN ANGELS*. Obtenido de <https://www.insightinvestment.com/globalassets/documents/recent-thinking/uk-rising-stars-and-fallen-angels.pdf>
- Ithurbide, P. (december de 2016). Disintermediation: a strong trend in Europe. *Amundi Asset Management*.
- Jefferis, R. H. (1990). The High-Yield Debt Market: 1980-1990. *Federal Reserve Bank of Cleveland: Economic Commentary*.
- Jiménez, M. (9 de Abril de 2015). La Bolsa europea bate su máximo histórico después de 15 años. *El País*.
- LCD. (2018). *LCD European Leveraged Buyout Review*. Documento interno no publicado
- LCD. (2018). *LCD Global View Charts*. Documento interno no publicado.
- Llopis, E. (2014). *Monografía Leveraged Finance - High Yield Bonds & Leveraged Loans*. Obtenido de ESADE Business School, Barcelona. Documento interno.
- Marín, J. L., & TÉLLEZ VALLE, C. (2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 73-94.
- Martín, J. J. (marzo de 2009). El infierno de la crisis siembra de 'ángeles caídos' el mercado europeo. *Finanzas*. Madrid, España.
- Mathews, R., & Cullinane, L. (31 de enero de 2018). *Leveraged debt storms back in 2017*. Obtenido de White & Case: <https://www.whitecase.com/publications/insight/leveraged-debt-storms-back-2017>
- Olivares, B., & Mochon, J. (Enero de 2016). *El nuevo marco europeo de supervisión bancaria. El papel del Banco de España*. Obtenido de Revista Española de Control Externo: <http://www.tcu.es/export/sites/default/.content/PdfAbsys/52MochonLopezElNuevo-marcoeuropeosupervisionbancaria.pdf>
- Recarte, P. (Abril de 2015). *LOS LEVERAGED BUYOUTS COMO MÉTODO DE ADQUISICIÓN POR LAS FIRMAS DE CAPITAL RIESGO: EL CASO RJR NABISCO* (Trabajo Fin de Grado). Universidad Pontificia Comillas, Madrid, España
- S&P Global Market Intelligence. (2014). *(EUR) Hema completes three-tranche offering; terms*. Documento interno no publicado.

- S&P Global Market Intelligence. (2017). *HEMA place two-part bond deal; terms*. Documento interno no publicado.
- S&P Global Market Intelligence. (2017). *What is a Leveraged Loan?* Obtenido de Standard & Poor's: <http://www.leveragedloan.com/primer/>
- Société Générale. (2017). *High Yield Product Overview*. Documento interno no publicado.
- Standard & Poor's. (2015). *Banking Disintermediation in Europe--A Slow-Growing Trend*. Obtenido de Rating Direct: <https://www.finyear.com/attachment/611247/>
- Standard & Poor's. (2007). High-Yield Bond Market Primer. *Standard & Poor's LCD*. Obtenido de LCD Comps: <https://www.lcdcomps.com/d/pdf/hyprimer.pdf>
- Standard & Poor's. (Noviembre de 2013). A guide to the European Loan Market. Obtenido de LCD Comps: https://www.lcdcomps.com/d/pdf/Guide_To_European_Loan_Market_2013.pdf
- STOXX. (2018). *STOXX® Europe 600*. Obtenido de <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SXXP>
- Suzaña, A. M. (s.f.). *Conceptos básicos del crédito sindicado y sus cláusulas esenciales*. Obtenido de Rizik y Asociados: http://www.rizikyasociados.com.do/publications/pdf/credito_sindicado.pdf
- Vilches, L. (23 de octubre de 2017). *Evolución de la financiación no bancaria*. Obtenido de Finanzarel: <https://www.finanzarel.com/blog/evolucion-de-la-financiacion-no-bancaria/>
- Williams, S. M. (2017). *Fallen Angels: The Safer Alternative To Junk Bonds With Higher Performance*. Obtenido de Seeking Alpha: <https://seekingalpha.com/article/4118056-fallen-angels-safer-alternative-junk-bonds-higher-performance>

Anexo I

Entrevista a Arturo Alonso: *Head of Global Finance Iberia* en Société Générale

¿Por qué ha aumentado el mercado de *leveraged finance* desde la crisis financiera?

Lo cierto es que el mercado de *leveraged finance* se hundió en los años de la crisis financiera porque se vivió una situación muy complicada en todos los sentidos. Los bancos se vieron obligados a dejar de prestar capital y más aún, si el riesgo del crédito era elevado. Esto afectó al mercado *investment grade* pero tuvo mayor impacto en el mercado *sub investment grade*. La deuda de alto rendimiento es una alternativa de financiación para estas empresas que vieron el crédito bancario tan limitado. Los factores que pueden enumerarse:

1. La desintermediación bancaria que hace que se busquen alternativas de financiación en la que los bancos no sean prestamistas, en nuestro caso, pasan a hacer un papel de intermediario financiero. Posiblemente ésta haya sido la razón más clara por la que empresas de alto riesgo y fondos de capital riesgo deben acudir al mercado *sub investment grade* para financiarse.
2. Los bancos tienen que reducir su riesgo, además se establece una regulación muy estricta en la que se les obliga a que lo hagan. Con las operaciones de deuda de alto rendimiento el banco gana comisiones por asegurar la emisión de bonos o préstamos apalancados en el mercado, pero no suele tomar una participación grande por lo que evita el riesgo de impago de las empresas.
3. El crecimiento de los *LBOs* por parte de los fondos de capital riesgo ya que éstos son uno de los principales demandantes de la deuda de alto rendimiento, especialmente de préstamos apalancados. Hoy en día hacen muchas más operaciones que hace diez años. Por ejemplo Blackstone ha multiplicado por 7 el capital invertido en 2017 comparado con el de 2008 y necesitan la deuda *high yield* para financiar sus inversiones (compra de empresas).

4. La otra fuente demandante de esta deuda, además de los fondos de capital riesgo, son las empresas que tienen una calificación de grado de inversión. Al ser compañías de mucho riesgo, la financiación de las mismas debe tener condiciones más flexibles y menos restricciones financieras. Aunque la primera vez que una empresa emite deuda *high yield* suele tardar bastante tiempo, las condiciones financieras con las que lo hace son mucho más atractivas que las de los bancos. Otros aspectos como la globalización o la necesidad rápida de financiación favorecen esta deuda.

5. En las condiciones macroeconómicas se encuentran distintos escenarios. Cuando la economía de un país va bien todas las empresas demandan financiación. Cuando hay un entorno de tipos bajos, hay más operaciones financieras en el mercado y en general, aumenta la deuda de alto rendimiento. Además, por las razones explicadas en el punto anterior sobre los beneficios de la deuda *high yield*, en entornos de recesión las empresas suelen demandar mayores rentabilidades pues al sentirse financieramente ahogadas, solicitan financiación con condiciones más laxas.

Es importante recordar que los bonos de alto rendimiento y los préstamos apalancados son como un “traje a medida” para empresas de determinado tamaño y riesgo.

Entrevista a Eduardo Llopis: *Asoaciado en Trea Direct Lending*

¿Qué debemos entender por un fondo de *direct lending*?

Estos fondos ofrecen una alternativa de financiación para pequeñas y medianas empresas, sin intermediación bancaria y con mayor flexibilidad. Existen diferentes fondos con tipologías, estrategias y rentabilidades varias, donde el tamaño de los créditos suele estar entre 5 y 150 millones de euros en el mercado europeo.

¿En qué se diferencia principalmente con *leveraged finance*?

Básicamente en dos aspectos, primero el perfil de empresas que analizamos, las empresas que acceden al mercado de *leveraged finance* son de un tamaño mayor, es raro ver préstamos o bonos por un importe menor a 200 millones de euros, además estas empresas no suelen tener un Ebitda inferior a 50 millones de euros. El *direct lending* por otro lado suele enfocarse en un rango inferior en cuanto a tamaño, aunque esto varía por país, es raro ver *tickets* por encima de 100-150 millones de euros, y en muchos casos son muy inferiores, sobre todo en España, con *tickets* de entre 5 y 50 millones de euros.

Por otro lado, los bancos en *leveraged finance* son meros intermediarios, el riesgo es limitado y cobran unos honorarios en base a su trabajo y éxito de la operación, como *direct lender* trabajas como prestatario, tu retorno se mide en base a los intereses generados en los préstamos, es decir como sustituto o alternativa al mercado bancario tradicional.

¿En la deuda de alto rendimiento, por qué es la *seniority* un elemento tan relevante?

Las empresas del mercado de alto rendimiento conllevan un riesgo implícito mayor, es por eso que cualquier prestatario analizará el riesgo de quiebra para entender en que posición quedará ante una potencial liquidación de la empresa. La prelación será pues clave para entender el riesgo de tu posición, y analizar si el riesgo encaja con tu estrategia y rentabilidad esperada.

Después de cuatro años en *leveraged finance* ¿Cuáles son algunas de las características más importantes de los bonos de alto rendimiento y los préstamos apalancados? ¿Puedes enumerar las principales diferencias?

En general, hay una tendencia a que ambos productos converjan, pero algunas características serían:

Préstamos

Tipo de interés: está compuesto de un tipo base en función del mercado en el que se emita y un diferencial que será mayor cuanto mayor riesgo exista y en base a las condiciones del mercado

- Prepago: no suele existir restricciones de prepago (*non call*) en los préstamos, permitiendo a la empresa repagar en cualquier momento de la vida del préstamo. Sin embargo, existen cláusulas que obligan a repagar una parte del préstamo dadas ciertas circunstancias tales como exceso de caja, venta de activos, etc. Si existe *call protection* no son de más de 2 años.
- Garantías: Los préstamos apalancados siempre tienen garantías, a diferencia de los bonos que pueden existir bonos no asegurados. Esto ha hecho que históricamente los préstamos se consideren más seguros y cobren tipos inferiores.
- Restricciones: Los préstamos suelen incluir *covenants* financieros que se deben cumplir trimestralmente o semestralmente por parte de la empresa. Estos *covenants* suelen incluir límites al endeudamiento o cobertura de intereses. De esta forma los acreedores se protegen de un potencial deterioro de la empresa invertida. En los últimos años los préstamos *cov-lites* han surgido con fuerza, éstos eliminan las restricciones trimestrales, asemejándose a los bonos.

Bonos

- Tipo de interés: suele considerarse renta fija al pagar un cupón fijo de forma semestral, sin embargo, existen los denominados *Floating Rate Notes* que incluyen un tipo base y diferencial del mismo modo que los préstamos.
- Prepago: Los bonos incluyen habitualmente una restricción para evitar ser repagados durante los primeros años, a partir del cual se podrá cancelar normalmente pagando una pequeña multa o *premium*. A diferencia de los

préstamos no hay cláusulas de repago parcial durante la vida del bono, salvo en situaciones específicas.

- Garantías: Otra gran diferencia radica aquí, los bonos *secured* son aquellos que obtienen garantías reales o personales de activos, la empresa y/o subsidiarias. Sin embargo, existen bonos *unsecured* que no tienen garantías y por tanto pagarán cupones más elevados. Los bonos *unsecured* suelen ser la norma en el mercado de inversión, pero conllevan un mayor riesgo en el mercado de *leveraged finance*
- Restricciones: No existen restricciones financieras trimestrales, sin embargo existen restricciones a en ciertos eventos como por ejemplo la venta de un activo, fusiones o emisión adicional de fondos propios o deuda.

¿Cuál es la diferencia entre un *Term Loan A* y un *Term Loan B*?

Un *Term Loan A* es el equivalente al préstamo bancario, se suele incluir un tramo bancario en algunas transacciones de gran tamaño o por relación con los bancos. Los prestamistas es un grupo de bancos que por tamaño del préstamo y simplicidad no se estructura bilateralmente. Estos tramos suelen ser más baratos al tener componentes de mayor seguridad para que los bancos puedan prestar. Algunos de estos componentes y que diferencian a éstos de los *TLB* son: mayor prelación en caso de quiebra, vencimientos más cortos, restricciones financieras más estrictas o amortizaciones obligatorias durante la vida del préstamo.