

Alternativa de financiación de capital privado

Informe Financiación

Valencia, Noviembre de 2.011



UNIÓN EUROPEA
Fondo Europeo de
Desarrollo Regional

Una manera de hacer Europa

INDICE

1.- QUIENES SOMOS

- ANTECEDENTES
- CRITERIOS

2.- MARCO DE FUNCIONAMIENTO

- GARANTÍAS Y COBERTURAS
- CARACTERÍSTICAS Y COSTES DE LA OPERACIÓN

3.- RESUMEN Y CONCLUSIONES

QUIENES SOMOS

KEIZAN CONSULTORES, somos una sociedad de consultoría joven, vinculada a profesionales del sector financiero, cuya vocación es buscar soluciones de financiación a empresas y empresarios. Queremos mejorar y profesionalizar las relaciones cliente-entidad minimizando, en lo posible, los riesgos bancarios, aportando transparencia y gestión para optimizar la financiación de la empresa y la calidad de sus riesgos desde el perfil de la entidad.

El trabajo de KEIZAN CONSULTORES, de acuerdo al encargo recibido, ha sido analizar una alternativa de financiación de capital privado para la asociación de Productors Audiovisuals Valencians. Para ello, se preparó un cuestionario y se realizó una amplia sesión de trabajo, en la que tratamos de obtener una razonabilidad en relación a la posibilidad de acercar estos sistemas de financiación a los productores. El primer objetivo y principal era disponer de una imagen más próxima del producto ofrecido de cara a profundizar, en su caso, buscando algún tipo de garantía para el sector y/o sus empresas.

La situación en que los compradores de contenidos han colocado por sus dilatados plazos de pago hacen que esté cada vez mas agotada la cobertura de líneas de financiación bancaria.

No se han efectuado trabajos de auditoría ni de verificación, contraste o cuadro de los datos o respuestas recibidos, ya que se parte de la premisa que cualquier estudio posterior llevará aparejado una profundización con aportación de valor por parte de letrados y fiscalistas, cómo mínimo.

Hemos tratado de transcribir fiel y correctamente el contenido de la sesión de trabajo, si bien dada la inmediatez del objetivo hemos preferido centrarnos en los puntos básicos y la viabilidad que en la profundidad de algunos de los puntos mas problemáticos. Entendimos que no era razonable tratar de movilizar a las instancias más relevantes de la Asociación y de la propia Generalitat si no teníamos expectativas muy claras de razonabilidad.

Las conclusiones aportan una visión personal e independiente, por lo que tienen que ser leídas y valoradas en dicho contexto.

ANTECEDENTES

Con fecha 10 de Noviembre recibimos por parte de PAV (Productors Audivisuals Valencians) el encargo de analizar, en el seno de unas conversaciones previas, la viabilidad de obtener financiación para el sector de parte de un fondo de Financiación Privada ya que, tanto a través de algunos miembros como de este despacho, habíamos tenido algún contacto con sus ejecutivos teniendo conocimiento relativo sobre la virtualidad de este tipo de operaciones.

Para determinar la viabilidad contactamos con Juan Pedro Fuentes CEO del Grupo FC, quién nos avisó de que vendría acompañado de su socio Juan Cuñat y el asociado Antonio Boix, quien parece tener funciones de comercialización y presentación de contactos. Mantuvimos una reunión en nuestro despacho de Keizan Consultores, el viernes pasado, día 18, por encontrarse estos ejecutivos fuera de Valencia a lo largo de dicha semana.

Vale la pena destacar en este capítulo la buena voluntad y ganas de financiar del equipo que nos visitó, con el mayor interés en clarificar los aspectos destacados de lo que se corresponde con **una financiación privada**, no comparable con una financiación bancaria, sirviendo este comentario como premisa.

La siguiente premisa, no menos obvia, es que en proceso de concesión se analizará la capacidad de repago, los fondos toman activos en garantía pero su objetivo es recuperar la liquidez expuesta a través de las operaciones. Por tanto, se tiene muy presente la finalidad, la solvencia que se acredita, la identificación de los titulares y cualquier principio usual de concesión de crédito, no así las normas que afectan a la actividad bancaria.

Señalar a título anecdótico que José Carbajo, vinculado al mundo de la Academia de Televisión, había mantenido contactos indirectos con este grupo argumentando las necesidades financieras de las productoras valencianas. Sin duda, es representativa esta situación de las dificultades en que el impago de las administraciones contratantes han colocado al sector audiovisual y con expectativas de solución poco sólidas en el corto plazo.

CRITERIOS

- ✓ **Financiación de capital privado.-** Una financiación privada es aquella por la cual un grupo de inversores privados, a través de unos gestores, hacen que se preste a otras compañías. De algún modo, el RIESGO de la operación en caso de impago lo tendría cubierta la entidad financiera intermediaria por el inversor privado. Por poner un ejemplo, un capitalista privado ordena a una entidad que me abra una línea de crédito por un importe y, para ello, deposita fondos en la

entidad garantizándola de manera irrevocable y automática. Señalar que se trata de un ejemplo y que sólo pretende establecer diferencias con respecto a la deuda bancaria, da igual quién aporte los fondos o el dinero, lo importante es quién corre el riesgo.

- ✓ **Grupo Inversor.-** Son los propietarios de los fondos que se van a prestar y que son los representados por el grupo FC de Juan Pedro Fuentes. Al parecer, un núcleo relativamente grande son empresarios del negocio de juego de Las Vegas (Nevada) empresarios de origen indio y armenio. A través de estos fondos canalizan inversiones fuera de su sector, existiendo según nos manifestaron en anterior visita alguna limitación por parte de la administración norteamericana a la exportación de capitales provenientes de este negocio. Estos empresarios manifiestan al grupo gestor sus preferencias sobre sectores o inversiones, por lo que mas allá de su actividad comercial el grupo gestor de Juan Pedro también conoce las preferencias para originar operaciones en los sectores preferidos de los inversores.

- ✓ **Preferencias.-** Han señalado específicamente 3, la primera y principal es en negocios en que las inversiones generen caja adicional, crecimiento, expansión, etc., por tanto, no son fondos para reestructurar deuda anterior. La segunda es que sean operaciones de volumen mínimo 10 millones euros, operaciones cuyo objeto sea fácilmente comprensible y de simplicidad máxima en su tratamiento o gestión. Sea cual sea el tipo de operación, el deudor en caso de grupo es deudor solidario con otros. Quiero interpretar este comentario en la dirección de que ni por parte de PAV ni por parte del grupo gestor está definido el posible deudor final y, por tanto, es una cautela en la dirección de no trocear o fragmentar en operaciones mas pequeñas. En este tema influye el conocimiento que Antonio Boix tenía de algún productor y, por tanto, que era sabedor de que individualmente no tiene capacidad individual para generar deuda en relación al tamaño mínimo de 10 millones Euros.

MARCO DE FUNCIONAMIENTO

El grupo gestor y el demandante de fondos pactan las cantidades y garantías que consideran oportunas, previa aceptación por parte de los inversores. Por anticipado el cliente deposita en una cuenta escrow (cuenta depósito) en un banco, un importe equivalente al 1,5 % de la cantidad solicitada, cantidad que se cargará con posterioridad en la línea de crédito que se abra y que, por tanto, forma parte de los costes de la operación, siendo cantidad a satisfacer ad front o en origen. Dicha cantidad se fundamenta e implica la reserva por parte de los inversores de los fondos solicitados. Su liberación y, por tanto, el pago a los inversores estaría condicionada a la firma de la línea de crédito solicitada. Su recuperación, en caso de no efectuarse la transacción, debería verificarse en los contratos marco a suscribir, si bien habría que estar a expensas de los condicionantes introducidos en la custodia que deben dejar claro el momento de la liberación en caso de no hacer la operación. En caso de conflicto, habrá que determinar los posibles tribunales y eventuales costes de litigio. La materialización de esta idea es clara, si hay invertidos 150.000 Euros, habría que ver si hay que litigar, por ejemplo, en tribunales del Estado de Nevada qué coste efectivo tendría esa hipotética reclamación.

Previamente señalar la negociación de garantías y la aceptación simultánea del grupo inversor de la operación, lo que justifica la aportación de la cuenta escrow. Abordaré en capítulo específico el tema de las garantías.

Firmado el contrato marco entre los inversores y los acreditados, los inversores dan instrucciones a un banco europeo de liberar una línea de crédito para los acreditados. Este instante, se devenga una prima de éxito (success fee) para el grupo gestor FC y, previa la apertura de la misma, una comisión para el banco de los inversores que apertura la misma.

El banco europeo firma un contrato con los acreditados, permitiendo disposiciones contra dicha línea que el acreditado tiene que trasladar a sus bancos españoles. Entiendo que a pesar de venir de un país europeo, los fondos obtenidos deben ser declarados ante del Banco de España. El banco europeo carga su comisión por gastos y, de acuerdo a lo que se explicará retendrá en su caso para intereses.

Resumen, contrato marco inversor y acreditado, previa negociación de condiciones y garantías, apertura de línea de crédito y cargo en ella de las comisiones, liberación en el momento en el que el banco acepta facilitar la línea de la cuenta escrow, disponibilidad de los fondos para transferencia a bancos españoles.

GARANTIAS Y COBERTURAS

Las garantías solicitadas por los inversores son de 3 tipos, financieras, inmobiliarias y artísticas.

Las financieras, a modo de ejemplo, son bonos y cualquier tipo de valor de mercados organizados que puedan ser objeto de "liquidabilidad" con relativa facilidad, deuda del estado, obligaciones, españolas y extranjeras, no se ha contempló en nuestra entrevista renta variable aunque presumo que sería aceptable, con las cautelas que en relación a coberturas se hará.

Las Inmobiliarias requieren poca explicación, habría que valorar los activos en garantía y trabar garantía hipotecaria sometida a derecho español.

Las artísticas se referían específicamente a obras de arte, cuyo proceso debe seguir un camino paralelo al inmobiliario en cuanto a valoración y constitución de prenda/garantía.

Preguntamos específicamente en relación a la garantía directa o indirecta de la Generalitat Valenciana personificada en el IVF. El grupo FC entiende aceptable por parte de los inversores la garantía de aval financiero del IVF toda vez que el Instituto emite deuda en los mercados internacionales y tiene calificación crediticia (rating). Inicialmente los inversores no quieren bajar de calificaciones nivel A, si bien se gestionaría con expectativas favorables ante los inversores.

De la misma manera se valoró la posible garantía de la SGR. Al no ser ésta Entidad emisora de deuda ni por su concepto o por lo que supone su cobertura, entidad conocida por los inversores norteamericanos, optamos porque en caso de poder disponer de dicha garantía, hacer que un banco español la aceptara como contragarantía de un aval a terceros.

Preguntamos en relación a la "paquetización" de garantías. Dado que en PAV hay varias productoras con deuda y problemáticas distintas, y que eventualmente cada sociedad y cada socio tendría un interés distinto en asumir riesgo, cabría hacer un paquete de garantías, básicamente de activos inmobiliarios, para ser ofrecido como complemento en una operación. Sin descartar ninguna opción, grupo FC no se muestra partidario de ofrecer una mezcla de garantías que complicaran el proceso decisor del grupo inversor. Esta posibilidad, de ser viable, hay que analizarla para obtener garantías bancarias en España, lo cual vista además la situación actual del sector financiero en España no parece viable.

En cuanto a las coberturas, la posición es absolutamente clara y la explicaré con un ejemplo, sólo como ilustración, que no describe su proceso de decisión. Imaginemos que hemos solicitado una línea de 10 MM. €. Se obtienen las siguientes garantías:

- a) IVF, aval financiero a primera demanda del IVF a favor de la sociedad o vehículo que generara la operación por importe de 10 MM.€
- b) Aval de Banco BBVA/ Santander/ Caixa Bank por 2 MM.
- c) Aval de otro banco español con rating menor que A por 2 MM.
- d) Hipoteca de Nave Industrial tasada por sociedad acreditada por 4 MM.

El grupo inversor podría aplicar las siguientes ponderaciones de valor :

- a) Aval del IVF por rating inferior que A al 60 % ($10 \cdot 60 \% = 6$ MM.)
- b) Aval de gran banco español por rating mayor que A al 90 % ($2 \cdot 90 \% = 1,8$ MM)
- c) Aval banco español ($2 \cdot 60 \% = 1,2$ MM.)
- d) Nave Industrial ($4 \cdot 25 \% = 1$ MM.)

La suma nominal de garantías es de 18 MM. (10+2+2+4) y sin embargo por el juego de coberturas la garantía que valora el inversor es del 10 MM (6+1,8+1,2+1), por tanto, la cobertura (LTV = loan to value) que es el cociente entre la deuda y el valor de los activos en garantía sería del 100 %. La razonabilidad de la concesión de créditos indica que cuanto mas próximo es este cociente al 100 % más difícil sería recuperar el dinero en caso de impago.

Las garantías solicitadas por los inversores son de 3 tipos, financieras, inmobiliarias y artísticas.

CARACTERÍSTICAS Y COSTES DE OPERACIÓN

Aunque ya se señaló en un capítulo anterior, trataremos de ordenar el conjunto de costes de la operación, señalando en primera derivada que NO se contemplan los jurídicos derivados de los contratos a suscribir o posibles gastos de viaje por desplazamiento de cualquier causa. Tampoco se referencian los que sean imprescindibles derivados del movimiento de fondos, apertura de cuentas, mantenimiento de las mismas o fedatarios.

En las notas de 2 reuniones mantenidas no se menciona el plazo de las operaciones, aunque mi memoria recuerda un plazo máximo de 7 años. Otra característica destacable es que se trata de línea de crédito (revolving), por cuanto utilizados los fondos y repuestos se podrían hacer nuevas utilizations hasta su límite y vencimiento. Esta disponibilidad, que salvo error no tiene coste añadido, justificaría desde el punto de vista financiero la periodificación de las comisiones en todo el horizonte temporal de la propia operación.

En cuanto a los costes directos, los diferenciales (spreads) de la operación variarán entre 150/300 puntos básicos sobre el Euribor 360 (año) a establecer lógicamente en el origen de la operación, según nos indican las últimas transacciones se hicieron a 150 puntos.

Las comisiones globales de la misma, todas por una sola vez, son:

- Cuenta escrow 1,5 % por disponibilidad de fondos
- Variable del 1 al 3 % de prima de éxito (success fee) del grupo FC gestor
- 1% banco europeo que facilita la línea (última transacción 1,15 %)
- Gastos banco americano 10/15.000 USD asumibles en el importe del escrow

En función del tipo de operación y dado que los intereses se liquidan anualmente podría requerirse el bloqueo del coste financiero de 1 ó 2 anualidades. Sin entrar a valorar este último aspecto (a incorporar como coste añadido) suponiendo un Euribor año del 2 %, más un diferencial de 200 puntos básicos, otros 200 puntos de prima de éxito y prorrateando todas las comisiones en un plazo de 7 años implicaría, a día de hoy, un coste financiero nominal del 4,64 %. Cualquier reducción del plazo de la operación, por el importante peso de la ponderación, modifica seriamente el coste financiero, hecho que muestra en siguiente cuadro:

PLAZO	3 años	4 años	5 años	6 años	7 años
Euribor	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Diferencial	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Exito	0,67	0,50	0,40	0,33	0,29
C. Escrow	0,50	0,37	0,30	0,25	0,21
B. Europa	0,33	0,25	0,20	0,17	0,14
COSTE	5,50	5,12	4,90	4,75	4,64

Entre las características más destacables de la operación es que la entidad que actúa como corresponsal prestataria a los demandantes de fondos es el TURK EKONOMI BANKASI (TEB) sociedad filial del Grupo BNP Paribas en este país.

Türk Ekonomi Bankasi (TEB)



TEB

TEB es el socio de BNP Paribas en Turquía, con un fuerte crecimiento. Sirve de punto de apoyo en el desarrollo de numerosas líneas de negocio del país. Su red está formada por 170

agencias.

www.teb.com.tr

Como consecuencia de ello y sin que esto signifique un pronunciamiento directo, la legislación aplicable a la financiación es la del país prestatario y, por tanto, el hipotético aunque improbable litigio sería en ese derecho. Este comentario se hace constar a los efectos de que hay un derecho aplicable—el derecho turco-- y que, en caso de no ser resuelto el tema del sometimiento a derecho (lo cual es posible), si la línea de trabajo es obtener garantía del IVF, dicha garantía sería objeto de cobertura y debería ser objeto de aviso previo al Instituto. En esta línea destacar que, hecha esta observación al grupo FC, nos indican que ...” el ... aval del IVF, este documento podría ser emitido bajo la normativa y legislación española (Derecho Español), siempre considerando que irá destinado a ser contragarantía de un crédito otorgado en un país como Turquía. Ten en cuenta

que ese documento, siendo transmisible por vía bancaria, y tras darle el LTV correspondiente podría ser aceptado como colateral.”

En el cuestionario preparado para la entrevista y fruto de las impresiones cruzadas quedaron descartados, por imposibles, tanto la viabilidad de cesión de riesgo por factoring, como la subrogabilidad de la deuda a terceros, se trata de operaciones de deuda privada que no encajan en este tipo de planteamientos. De la misma manera, será conveniente confirmar en detalle la fiscalidad de la operación, aunque se presume que de tener impacto lo debería tener mayoritariamente en Turquía.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

La operación de financiación privada analizada se aleja en mucho de los parámetros habituales que se están manejando en el tejido económico español. Su virtualidad podría resultar más interesante para quienes mantienen en su cartera activos financieros y pueden movilizarlos para obtener liquidez teniendo unas mejores expectativas de recolocación.

De igual manera puede resultar de interés para grandes y no tan grandes compañías que tienen un volumen de deuda relevante y estructurada pasando a tipos y plazos adecuadas operaciones en las que el emisor tuvo que ir al mercado en momentos de inestabilidad.

En el foco de este análisis ha estado muy presente la tipología de empresas que forman parte de PAV, no se trata de sociedades que cuenten con instrumentos complejos de financiación y, por tanto, las soluciones de financiación no pueden añadir inseguridad a su propia situación actual.

Por tanto, más allá de explorar en mayor profundidad si la Asociación así lo requiere, en cuyo caso parece aconsejable la asistencia de letrado, nuestra opinión es que las operaciones que facilita el grupo Inversor y que gestiona FC no coinciden hasta donde conocemos con el perfil de los miembros de la asociación, fundamentando esta opinión en los siguientes puntos:

- ✓ **Importe unitario mínimo 10 MM. euros.** Se podría gestionar una paquetización de deuda de varias compañías, pero ello requeriría la constitución de algún tipo de vehículo, con un coste de mantenimiento y funcionamiento que no parece sostenible a largo plazo y, ello, para una deuda concreta. No hay demasiadas compañías que puedan tener dicha deuda y el coste de montaje es un coste hundido e irrecuperable.

- ✓ **Complejidad operativa.** Los procesos de concesión serían caros y exigirían un importante volumen de explicaciones sobre la realidad del sector audiovisual valenciano y sus compañías, cuando un inversor norteamericano busca tamaño, simplicidad y retorno, no se ha analizado qué pasaría en situaciones de insolvencia en ningún escenario, pero se antojan muy complejas.
- ✓ **Coste financiero.** Sin ser elevado, la tabla anterior parte de supuestos de prima de éxito y diferencial, no siendo un coste desdeñable. La mayor relevancia son los costes iniciales en origen de este proceso, su recuperabilidad así como el posible desgaste de embarcarse en un proceso de éxito dudoso. Los gestores del grupo FC mantienen el máximo interés y compromiso, pero la decisión está en manos de inversores cuya mentalidad, entendemos, huirá de complicaciones derivadas del impago actual de las administraciones.
- ✓ **Cobertura de garantías.** Es difícil valorar la ponderación que se dará al colateral de garantía—aval del IVF—si bien no parece razonable efectuar ese gran esfuerzo de obtención para movilizarlo con una cobertura establecida por el inversor en la lejanía. Es más razonable tratar de movilizarla en el tejido financiero nacional máxime si la operación no es extraordinariamente relevante desde su importe.
- ✓ No habiendo buceado en exceso en la causa que fundamenta la prestación de fondos por bancos turcos y conociendo que existe una especie de “paraísos” financiero fiscales en Europa, léase Chipre, Malta, Gibraltar, etc., no me produce una tranquilidad excesiva que los fondos no vengan de bancos británicos, alemanes o franceses por poner un ejemplo.
- ✓ Aún conociendo por las entrevistas con algún asociado las dificultades que atraviesa el sector, no parece mesurado el ratio coste beneficio en el que se pude incurrir.

No obstante, resulta imprescindible destacar la levedad de la profundización solicitada lo que, a mi juicio, ha hecho que prime mas un objetivo de claridad e inmediatez que de rigor y profundidad, por lo que agradeciendo la confianza depositada lamentamos si por dicha causa se pudiera perder una oportunidad extraordinaria, lo que a día de hoy, no hemos podido confirmar.

En cualquier caso, a la hora de cerrar el borrador y presentar a PAV el presente informe, mantuvimos una nueva conversación telefónica con los gestores a quienes trasladamos las líneas generales del mismo, mostrando su confortabilidad con las mismas, aventurando la posibilidad de que en nuevas entrevistas podamos explorar otras alternativas de restructuring que el grupo FC pueda conocer, alternativas que exploraremos en beneficio de la Asociación por si en el seno de este mismo encargo profesional pudiéramos aportar valor.

Informe realizado por:



Para:

FINANCIADO POR:

