



LOS RETOS DE LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR EMPRESARIAL

Dirección del Estudio
Jaime Requeijo

Subdirección Financiación bancaria
Joaquín Maudos

Subdirección Financiación vía mercados de capitales
Domingo García Coto

ISBN: 978-84-697-1608-5

Depósito Legal: M. 30989 - 2014

Edita: Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios

Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO _____	5
PRESENTACIÓN _____	7
RESUMEN EJECUTIVO _____	9
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES _____	23
A. INTRODUCCIÓN	
Recordatorio: origen de la situación actual	
<i>Jaime Requeijo, Catedrático Emérito de Economía Aplicada</i> _____	31
Cambios en la estructura financiera, coste del capital e inversión en las empresas españolas	
<i>Vicente Salas (Universidad de Zaragoza)</i> _____	43
B. FINANCIACIÓN BANCARIA	
Condiciones en el acceso de las empresas a la financiación bancaria: España en el contexto de la eurozona	
<i>Joaquín Maudos (Catedrático de Economía de la Universidad de Valencia, Ivie y CUNEF)</i> _	63
El impacto de la reestructuración del sistema bancario español sobre la evolución del crédito	
<i>Santiago Carbó (Bangor Business School, CUNEF y Funcas), y Francisco Rodríguez Fernández (Universidad de Granada y Funcas)</i> _____	79
El impacto de la Unión Bancaria Europea sobre la evolución y coste del crédito	
<i>Santiago Fernández de Lis y José Félix Izquierdo de la Cruz, BBVA Research</i> _____	91
Análisis crítico de los efectos de la regulación financiera sobre la evolución del crédito	
<i>Juan Basurto y Santiago Pernías, AEB</i> _____	107
Microfinanzas: Motor para impulsar el emprendimiento de los más desfavorecidos	
<i>Manuel Méndez del Río, Presidente, Fundación Microfinanzas. BBVA</i> _____	131
C. FINANCIACIÓN VÍA MERCADOS DE CAPITALES	
La Bolsa se abre a más empresas. El potencial del MAB	
<i>Antonio Giralt, Presidente del MAB, y Jesús González Nieto, Director Gerente del MAB</i> _	143
La modernización del régimen de emisión de deuda en España	
<i>Gonzalo García-Fuertes Iglesias y José Luis Palao Iturzaeta, Abogados, J&A Garrigues, S.L.P</i> <i>Javier Redonet Sánchez del Campo y Alfonso Ventoso del Rincón, Abogados, Uría Menéndez Abogados, S.L.P.</i> _____	157



El MARF como mecanismo de financiación y sus posibilidades <i>Julio Alcántara, Consejero-Director General del Mercado AIAF de Renta Fija, y Gonzalo Gómez Retuerto, Director Gerente del MARF</i>	177
Financiación estructurada y crédito a las pymes <i>José Antonio Trujillo. IM Titulización</i>	189
Novedades en la financiación no bancaria: los fondos de crédito corporativo <i>Ignacio Muñoz-Alonso, Presidente de Aria Capital, Profesor de finanzas del IE Business School, y Jesús Sánchez-Quñones, Consejero Director General de Renta 4 Banco</i>	205
Un repaso a la historia del capital riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas <i>Andreu Guilanya, Director of Strategic Development Cognitas School y David Mazaira, Senior Associate Carlyle Group</i>	221
Financiación empresarial 2.0: «Crowdfunding» para inversión y otras plataformas <i>Domingo J. García Coto y Ana Alonso. BME</i>	233



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN

Jaime Requeijo

Catedrático Emérito de Economía Aplicada y Miembro del Consejo Asesor del Círculo de Empresarios

SUBDIRECCIÓN

Domingo J. García Coto

Director del Servicio de Estudios BME

Joaquín Maudos Villarroya

Director Adjunto de Investigación IVIE

COORDINACIÓN

Alicia Coronil Jónsson

Directora del Departamento de Economía, Círculo de Empresarios

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios, FEF

COLABORADORES

Julio Alcántara Lera

Consejero Director General Mercado ALAF de Renta Fija BME

Ana Alonso

Técnico, BME

Juan Basurto Solaguren-Beascoa

Asesor Financiero AEB

Santiago Carbó Valverde

Professor of Economics and Finance Bangor Business School

Santiago Fernández de Lis

Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación BBVA Research

Gonzalo García-Fuertes Iglesias

J&A Garrigues. S.L.P.

Antonio Giralt Serra

Presidente MAB

Gonzalo Gómez Retuerto

Director Gerente MARF

Jesús González Nieto

Director Gerente MAB

Andreu Guilanya

Director of Strategic Development – Cognita Schools Group

José Félix Izquierdo de la Cruz

BBVA Research



David Mazaira

Senior Associate – The Carlyle Group

Manuel Méndez del Río Piovich

Presidente Fundación Microfinanzas BBVA

Ignacio Muñoz-Alonso

Presidente de Aria Capital, Profesor finanzas IE Business School

José Luis Palao Iturzaeta

J&A Garrigues. S.L.P.

Santiago Pernías

AEB

Francisco Rodríguez Fernández

Universidad de Granada

Javier Redonet Sánchez del Campo

Uría Menéndez Abogados, S.L.P.

Vicente Salas Fumás

Catedrático de Organización de Empresa Universidad de Zaragoza

Jesús Sánchez-Quiñones

Consejero Director General Renta4 Banco

José Antonio Trujillo

Presidente IM Titulación

Alfonso Ventoso del Rincón

Uría Menéndez Abogados, S.L.P.



PRESENTACIÓN

En nuestra vocación común de abordar temas relevantes para la economía española, el Círculo de Empresarios y la Fundación de Estudios Financieros presentamos en esta ocasión el libro «Los retos de la financiación del sector empresarial». Entendemos que acelerar el dinamismo y la recuperación económica de España requiere, junto a otros factores, de un mayor desarrollo y tamaño de nuestro tejido productivo, en el que la financiación juega un papel clave, ya que es necesaria a lo largo de todo el ciclo vital de la empresa, en su creación y desarrollo, sus actividades de I+D y su proceso de internacionalización, cada vez más necesario en un mundo global.

Actualmente, uno de los mayores problemas a los que se enfrentan las empresas españolas es el acceso a la financiación. En nuestra opinión, esta circunstancia se explica principalmente por dos razones: por la excesiva dependencia de las pymes a la financiación bancaria, que además se ha visto reducida en los últimos años por la necesaria reestructuración del sistema financiero; y, por el elevado endeudamiento, superior a la media europea, acumulado durante los años del boom económico, que presentan las empresas españolas.

En este contexto, para impulsar el desarrollo, la diversificación y el crecimiento del tamaño medio del tejido productivo español, es fundamental potenciar y desarrollar nuevas fuentes de financiación empresarial que, siguiendo la experiencia de otros sistemas financieros de países de nuestro entorno, reduzcan la dependencia de la intermediación bancaria, y mejoren el grado de capitalización y competitividad de las empresas.

Por esta razón, este libro se divide en dos partes. En la primera, dedicada a la financiación bancaria, los autores abordan aspectos como las condiciones de acceso a la financiación de las empresas españolas; el impacto sobre la evolución y el coste del crédito de la reestructuración de nuestro sistema bancario, de la Unión Bancaria Europea, y de la regulación financiera; y, las microfinanzas como motor de emprendimiento. La segunda parte se centra en la financiación obtenida en los mercados de capitales a través de distintos mecanismos como la emisión de deuda corporativa, la Bolsa, los créditos corporativos, la financiación estructurada, los fondos de capital riesgo, y las plataformas de financiación participativa como el *crowdfunding*.

La reciente reestructuración de nuestro sistema bancario y la próxima aprobación de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial redundarán en una mayor concurrencia y diversidad del sistema financiero español, lo que proporcionará mayor estabi-



a nuestro tejido empresarial y, por extensión, a nuestra economía. Estos avances deben de ir acompañados de un cambio en la propia estructura financiera de las empresas, donde la autofinanciación y los recursos propios deben ganar protagonismo.

Por todo ello, la Fundación de Estudios Financieros y el Círculo de Empresarios, conscientes del camino que queda por recorrer, lanzan una serie de recomendaciones con el afán de contribuir a la construcción de un sistema financiero sólido, estable y que se adapte a los nuevos retos de la economía global.

Juan Carlos Ureta

Presidente

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

Mónica de Oriol

Presidente

CÍRCULO DE EMPRESARIOS



RESUMEN EJECUTIVO

JOAQUÍN MAUDOS Y DOMINGO GARCÍA COTO

La crisis económica y financiera está teniendo numerosas repercusiones en los sistemas productivos de muchos países y uno de sus efectos negativos lo constituye la dificultad de financiación de las empresas. La financiación del sector empresarial se ha convertido en una de las principales preocupaciones, si no la principal, de las autoridades económicas en España y en gran medida en Europa, compartida con los principales organismos internacionales.

Con especial intensidad en el caso de España, la movilización de nueva financiación es considerada de forma unánime una condición imprescindible para que los alentados resultados que comenzó a mostrar la economía española a partir de la segunda mitad de 2013 se consoliden a medio y largo plazo en términos de crecimiento y empleo.

Si bien en los últimos meses ha mejorado el acceso a la financiación de las empresas en España, la mejora de las condiciones financieras no está siendo suficientemente aprovechada por un colectivo muy amplio de empresas cuya financiación depende sobre todo de las entidades bancarias, afectadas por factores que están incidiendo sobre su capacidad para proporcionar crédito a la economía. Este es el caso de las pymes, que soportan condiciones en el acceso a la financiación mucho más adversas que el resto de empresas, tanto españolas como europeas. Teniendo en cuenta que las pymes generan el 64% y 73% del PIB y empleo de la economía española, respectivamente, cualquier estrategia de recuperación exige mejorar su acceso a la financiación.

EL DESAPALANCAMIENTO Y CORRECCIÓN DEL SOBREENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS ESTÁ EN MARCHA

El endeudamiento de empresas y familias sobre el PIB de la economía española muestra un descenso significativo en los últimos años aunque más que compensado por los aumentos de la deuda pública, como muestra Jaime Requeijo (Catedrático Emérito de Economía Aplicada) de manera que la deuda total, en términos absolutos y relativos al PIB, sigue aún en crecimiento moderado.

Si en los primeros años del euro se daban las condiciones relativamente favorables para que las empresas españolas aumentasen su endeudamiento bajo el criterio de aumento de su valor, la llegada de la crisis cambia las condiciones de riesgo de insolvencia y rentabilidad de esos primeros años y el endeudamiento deseado para muchas empresas se reduce no solo en términos relativos, sino también absolutos, por el descenso en el valor de los activos. La percepción de riesgo excesivo por el elevado endeudamiento la comparten los acreedores, los bancos y los inversores financieros.



De acuerdo con la evidencia aportada por **Vicente Salas** (Catedrático de la Universidad de Zaragoza) en su trabajo, el diagnóstico de sobreendeudamiento de las empresas españolas es distinto según el indicador que se utilice y, sea cual sea este, se circunscribe al sector de la construcción e inmobiliario y al colectivo de empresas pequeñas y de corta edad nacidas muchas de ellas al rebufo de la burbuja; en estas últimas debido sobre todo al descenso tan importante en su rentabilidad en los años de crisis. La percepción de sobreendeudamiento generalizado es consecuencia de los efectos del contagio resultante de la crisis por pérdida en el valor de los activos en sectores como la construcción y el inmobiliario que llegan a concentrar ellos solos más del 50% del crédito bancario concedido a las empresas no financieras.

Los análisis de los datos disponibles dibujan una convergencia en la estructura financiera de las empresas hacia ratios de deuda sobre activos próximos a los valores de los años anteriores al boom inmobiliario: 40% de deuda y 60% de fondos propios, con menos deuda en las empresas pequeñas que en las grandes. Actualmente, las proporciones estimadas, extrapolando la tendencia decreciente desde 2011, estarán alrededor de 45% y 55%, respectivamente. Por tanto, fuera del sector de la construcción e inmobiliario donde el desajuste es mucho mayor, y entre las empresas pequeñas, muchas de las cuales enfrentadas a un reto serio de viabilidad por los bajos niveles de rentabilidad, el ajuste pendiente en la estructura financiera del resto de sectores económicos es relativamente menor.

CAMBIOS EN LA INVERSIÓN, EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA Y EN EL COSTE DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El cambio deseable en el modelo productivo dominante en España obliga a cambios en la estructura financiera óptima de las empresas. El ajuste en la estructura financiera de las empresas será desigual entre sectores, tamaños y edades de las empresas e importancia de los activos intangibles en el conjunto de la inversión empresarial.

En el ámbito de los activos invertidos, los intangibles ganarán peso en el conjunto de los activos de capital productivo de la economía española. Desde la eficiencia económica, la financiación de las inversiones en activos intangibles debe hacerse principalmente a través de instrumentos de capital, es decir fondos propios en consonancia con su mayor riesgo. El reto institucional es ahora contar con los mecanismos y los instrumentos de control sobre el capital adecuados para una financiación externa con más peso de los fondos propios. El futuro cambio en la estructura financiera con más peso de los fondos propios y menos deuda no está exento de interrogantes acerca de las repercusiones que pueda tener sobre el coste de la financiación empresarial y sobre los niveles de inversión en capital productivo.

El coste del capital para las empresas españolas no está determinado únicamente por el cambio en la estructura financiera, sino por otros factores del entorno financiero y económico. A lo largo de los trabajos recogidos, se hace referencia a cambios en la regulación bancaria, en la fiscalidad y en la normativa concursal que previsiblemente aumentarán el coste de la deuda para las empresas. El aumento del coste es consecuencia de



cambios en la regulación bancaria y en las nuevas reglas que emanan de la unión bancaria (como las del *bail-in* que encarecen la captación de deuda por parte de los bancos) que aumentan el coste del crédito bancario, y de un incremento previsto en el peso de los activos intangibles en los futuros proyectos de inversión.

En resumen, como afirma Vicente Salas, existen condiciones para que en el futuro próximo el peso de los fondos propios en la estructura financiera de las empresas españolas sea mayor del que ha sido en el pasado, aunque no por la mera absorción de las desviaciones de la senda histórica obligados por la crisis, sino por otros factores nuevos en el ámbito financiero (como la regulación bancaria) y económico, así como el aumento de las inversiones en activos intangibles. En lo que se refiere a la demanda de fondos propios para financiar activos intangibles, es de esperar que el mayor retorno económico privado y social que se derive de las inversiones en ese tipo de activos más que compense el posible incremento en los costes de su financiación, y aceleren la mejora de la competitividad de la economía española a medio plazo. Además, una estructura financiera menos apalancada significa también una estructura de costes con menos peso de los costes fijos en los costes totales de las empresas y más peso de los variables, con las consiguientes ganancias de flexibilidad adaptativa a las perturbaciones por shocks externos.

En este contexto, el objetivo de este estudio es analizar los cambios más recientes que se han producido en las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas españolas y formular recomendaciones para su mejora en el futuro. Para ello, el estudio reúne una colección de expertos que cubren las distintas fuentes e instrumentos de financiación, tanto bancaria (parte I de la monografía) como directa en los mercados (parte II).

A. LA FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: RETOS FUTUROS

Como hemos señalado anteriormente, el elevado endeudamiento de las empresas españolas es un claro freno para la recuperación de la inversión, máxime si va acompañado de restricciones en el acceso de la financiación, tanto en cantidad como en precio.

La comparativa que realiza **Joaquín Maudos** (Catedrático de la Universidad de Valencia, investigador del Ivie y colaborador del CUNEF) de las condiciones de acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas en el contexto europeo muestra que el acceso a la financiación reviste un mayor problema en España, si bien la situación ha mejorado en los últimos meses. Así, la mejoría se pone de manifiesto cuando se analiza la última encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación, donde por fin es mayor el porcentaje de empresas que manifiesta que ha aumentado la disponibilidad de crédito que las que opinan lo contrario. No obstante, a pesar de esa mejora, las empresas españolas soportan peores condiciones tanto en términos de precio como en el resto de condiciones de la financiación (comisiones, garantías exigidas, etc.)



La mejoría que manifiestan las empresas se ve corroborada por la opinión de los bancos que también declaran que están relajando los criterios para dar crédito desde finales de 2013, tras muchos trimestres de endurecimiento.

La comparación de las condiciones de acceso a la financiación bancaria en función del tamaño de la empresa muestra que las pymes salen peor paradas. En España la diferencia es enorme sobre todo en el tipo de interés del préstamo, siendo uno de los países donde el sobrecoste que pagan las pymes en relación a las grandes empresas es mayor.

Estos datos que demuestran un punto de inflexión y de mejora en el acceso al crédito bancario también se ponen de manifiesto a partir de la información disponible sobre la evolución del crédito a nuevas operaciones. Así, desde finales de 2013, el préstamo nuevo de menos de un millón de euros a las empresas está aumentando en España, con tasas crecientes en lo que llevamos de 2014. En cambio, para el préstamo de más importe, la tasa de variación sigue siendo negativa, si bien esta información hay que interpretarla con cautela ya que las grandes empresas tienen acceso a otras formas de financiación no bancaria.

Uno de los factores que ha impactado adversamente en las condiciones en el acceso de las empresas españolas a la financiación bancaria es la profunda reestructuración que ha vivido el sector bancario español para corregir los desequilibrios acumulados en el pasado. Sin embargo, como comentan **Santiago Carbó** (Catedrático de la Universidad de Bangor y director del departamento de sistemas financieros de FUNCAS) y **Francisco Rodríguez** (profesor de la Universidad de Granada e investigador de FUNCAS), la literatura académica no es concluyente a la hora de determinar el efecto de la reestructuración bancaria sobre el crédito. En su artículo se presta atención a esta relación, con un foco particular en el caso español. Los autores muestran cómo el impacto sobre el crédito de la reestructuración depende, entre otras cuestiones, de una correcta distinción entre conceptos como concentración y competencia o cantidad vs calidad del crédito. Asimismo, en el caso español, los resultados de algunos estudios recientes sugieren que la nueva estructura de mercado generada no ha empeorado la competencia y que aunque el crédito no crecerá en los próximos años a las mismas tasas que lo hizo en el período anterior a la crisis, será de mayor calidad. Los autores enfatizan la importancia que las nuevas operaciones TLTRO del BCE pueden tener para reactivar el crédito en España.

Uno de los motivos que explican el sobre coste que las pymes españolas soportan a la hora de obtener financiación bancaria es la fragmentación del mercado financiero europeo. Así, como analizan **Santiago Fernández de Lis** y **José Félix Izquierdo de la Cruz** (BBVA *Research*), el avance hacia una unión bancaria es fundamental para corregir esa fragmentación. Sin embargo, la reducción de las primas de riesgo soberanas apenas se ha trasladado a los diferenciales de coste de crédito entre los países del centro y la periferia del euro. Además, no toda la mejora reciente de los indicadores de fragmentación es imputable de manera directa a los avances en la unión bancaria. Una parte es resultado de medidas o declaraciones de política monetaria que marcaron un punto de inflexión en los diferenciales de deuda soberana. No todos los diferenciales soberanos, ni diferenciales de coste de crédito para empresas del centro y la periferia son imputables a la fragmentación, ya que una parte tiene que ver con otros determinantes, entre ellos los relacionados con los fundamentos de las economías europeas.



En un intento por arrojar luz y cuantificar los impactos de algunos de estos aspectos sobre el coste del crédito a empresas, el análisis que realizan los economistas del BBVA *Research* muestra que en España e Italia la reciente tendencia descendente de la prima de riesgo soberano no se ha reflejado en el coste de crédito a empresas debido a que se ha visto contrarrestado por el aumento de la tasa de mora. En cambio, en Francia esta evolución ha sido muy distinta. La tasa de mora es la variable que recoge de forma robusta la calidad crediticia de las carteras de préstamos a empresas en estos dos países después de comprobar la consistencia del análisis realizado. La crisis ha traído consigo una ampliación del diferencial entre el coste de crédito de pymes y grandes empresas común a los tres países, pero con una mayor intensidad en España.

Los autores concluyen que los avances hacia la unión bancaria han contribuido a la reducción de la fragmentación, pero ésta ha sido también, en buena medida, resultado de las medidas de política monetaria. Sólo en la medida en que la unión bancaria termine implantando un auténtico mercado único de servicios financieros, donde las empresas se puedan financiar con bancos con origen en cualquier país de la Eurozona, será posible acabar completamente con los elementos de fragmentación que persisten.

El bloque de la monografía dedicada a la financiación bancaria contiene un artículo de **Juan Basurto y Santiago Pernías** (Asociación Española de Banca, AEB). Los autores muestran su preocupación por el efecto que el endurecimiento de la regulación bancaria va a tener sobre el crédito y también por el aumento de la aversión al riesgo de las entidades bancarias como consecuencia del coste tan elevado que han soportado de la reestructuración y saneamiento realizados. Los autores justifican sus preocupaciones tras realizar un repaso minucioso de todas las reformas llevadas a cabo en España en los últimos años para corregir los desequilibrios que el sector bancario había acumulado en el pasado.

Las consecuencias adversas que el exceso de regulación pueda tener sobre la evolución del crédito bancario hace aconsejable fomentar vías alternativas de financiación. Una de ellas es la de la banca en la sombra, de la que forman parte compañías de seguros, fondos de pensiones, *hedge funds*, fondos de inversión cotizados, etc. Y otros menos institucionalizados, como la financiación entre empresas o el *crowdfunding*. La advertencia que hacen desde la AEB es que esa otra forma de hacer «banca» debe estar correctamente regulada para evitar una competencia desleal.

La predominancia de la financiación bancaria en España debería dar paso a un aumento de la financiación directa en los mercados. Y esto es algo que poco a poco está sucediendo en España donde bastantes empresas, y no sólo las integrantes del Ibex 35, están realizando emisiones de bonos incluso sin disfrutar de calificación crediticia de agencia externa. Los colaboradores de la AEB destacan muy positivamente el lanzamiento reciente del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que ya ha empezado a dar acogida a títulos emitidos por empresas medianas.

La parte de la monografía dedica a la financiación bancaria se cierra con un artículo de **Manuel Méndez del Río** (Presidente de la Fundación Microfinanzas BBVA) que analiza la importancia que tiene fomentar el emprendimiento como factor de creación de empleo. El problema que presenta el emprendimiento es el acceso a la financiación, que es fundamental para el nacimiento, desarrollo y supervivencia de las actividades pro-



ductivas. Algunos de los problemas que están presentes en las relaciones prestamista-prestatario (información imperfecta, asimetría de información, etc.) son más acuciantes para los emprendedores, lo que exige diseñar instrumentos específicos para fomentar su acceso a la financiación dadas las limitaciones de la banca tradicional para hacer frente a las necesidades de los emprendedores. Es aquí donde surgen las instituciones microfinancieras (como las instituciones que se dedican a dar préstamos individuales, las que adoptan la modalidad de créditos grupales solidarios o los bancos comunales). En este contexto, la Fundación Microfinanzas BBVA ha desarrollado una metodología propia (Finanzas Responsables Productivas) para impulsar el emprendimiento en los segmentos más desfavorecidos y luchar contra la pobreza, permitiendo además que muchas microempresas se conviertan en pymes.

B. LA FINANCIACIÓN VÍA MERCADOS DE CAPITALES

El avance de España hacia un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible pasa por facilitar a las empresas el acceso a financiación de diferentes modos y en diferentes circunstancias. A lo largo de este trabajo colectivo se pone de manifiesto que a las mayores dificultades en el acceso a la financiación como consecuencia de la crisis se une un peso muy elevado del crédito bancario como fuente casi única de financiación ajena para un amplísimo colectivo de empresas españolas, en especial aquellas de menor tamaño, que se encuentran con dificultades para hacer frente a las restricciones crediticias y para revertir la situación. El reto institucional, como afirma **Vicente Salas** (Catedrático de la Universidad de Zaragoza) es ahora contar con los mecanismos y los instrumentos de control adecuados para una financiación externa no bancaria que además previsiblemente contará con más peso de los fondos propios.

Muy pocas empresas no financieras españolas, menos de dos centenares que representan un porcentaje inferior al 0,001% del total de empresas, son capaces de acceder ahora mismo a algún mecanismo de financiación de tipo colectivo en sentido amplio, es decir con participación de una pluralidad de inversores que adquieren acciones o títulos de renta fija cotizados en mercados tanto regulados como alternativos o incluso en plataformas de financiación de nueva generación. Pocas también cuentan con la participación de fondos de capital riesgo en su capital o en su financiación ajena.

La búsqueda de soluciones a esta situación es una tarea prioritaria y comienzan a conocerse datos que confirman que el proceso de diversificación de la financiación empresarial en España está en marcha de manera intensa y relevante. Son las grandes empresas cotizadas en Bolsa, aquellas que forman parte del IBEX 35, las que se encuentran en vanguardia de esta evolución y los cambios en su estructura de financiación con mayor peso del capital y menos deuda y además mayor diversificación de esta deuda, empiezan a ser visibles.

De acuerdo con datos obtenidos por el Servicio de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles (BME) a partir del análisis de la estructura del pasivo de 25 compañías no financieras integrantes del IBEX 35 entre los años 2010 y 2013, los recursos propios, el capital de las compañías, aumenta un 3,6% mientras la financiación ajena total se redu-



ce un 7,4%. Es precisamente dentro de la financiación ajena donde los resultados son más significativos: la financiación bancaria a largo plazo cae un 34,6% y la financiación bancaria a corto plazo lo hace un 36,7%. Por el contrario, la financiación de mercado a largo plazo a través de instrumentos de renta fija aumenta un 8,7% y la financiación de mercado a corto plazo a través de instrumentos de renta fija se dispara un 65,6%.

Si ampliamos el análisis a las 18 compañías no financieras integrantes del índice bursátil IBEX MEDIUM CAP, que engloba a compañías de menor dimensión que las que forman parte del IBEX 35, los resultados muestran que, si bien la financiación bancaria a corto y largo plazo crece ligeramente, un 7,3% entre 2010 y 2013, es la financiación ajena de mercado la que lo hace a ritmos mucho más elevados. Partiendo de cifras bajas en 2010, la financiación ajena a través de instrumentos de renta fija a largo plazo aumenta un 110% y a través de instrumentos de renta fija a corto plazo crece un 959%.

El hecho de que hablemos de un colectivo de empresas españolas muy específico, privilegiado y con capacidad de adaptación a situaciones cambiantes en el ámbito de la financiación, grandes y medianas empresas cotizadas en el mercado bursátil, obligan a extremar la prudencia a la hora de evaluar hasta qué punto este comportamiento puede ser extrapolable al conjunto del tejido empresarial español, caracterizado por una dimensión media reducida de las empresas. En cualquier caso es un ejemplo claro de las ventajas que proporciona a las compañías su presencia en mercados públicos de capitales a la hora de flexibilizar su estructura de financiación.

EL ACCESO A LOS MERCADOS DE CAPITALES ES ESCASO Y ESTÁ LLENO DE DIFICULTADES PARA LAS EMPRESAS. COTIZAR ES UN LOGRO AL ALCANCE DE POCAS EMPRESAS Y DEBE SER INCENTIVADO DE FORMA CORRECTA

La presencia en mercados públicos de cotización tanto de renta variable como de deuda corporativa es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza y se está infravalorando a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. Las medidas tendentes a incentivar el tamaño de las empresas o la provisión de más y mejores canales para su financiación, deben asociarse estrechamente a prioridades declaradas como la generación de empleo o la consolidación fiscal.

Como ejemplo citar que el número de empresas que hoy cotizan en la Bolsa española es reducido en el caso de las compañías no financieras, pero muchas de ellas son empresas de tamaño grande, una de las variables que se considera clave para la competitividad futura de la economía española de acuerdo con trabajos recientes presentados por la Fundación de Estudios Financieros o por el Consejo Empresarial para la Competitividad. En términos de valor, las compañías cotizadas españolas representan un porcentaje inferior al 1% del total de compañías existentes en España pero concentran el 40% del valor de todas las empresas españolas de acuerdo con datos publicados por el Banco de España.

También la capacidad de creación de empleo de las empresas que salen a Bolsa es superior al del conjunto total de empresas españolas a lo largo del período 1998-2011,



según una reciente investigación realizada en la Universidad de Oviedo. Los resultados coinciden con trabajos realizados sobre el mercado norteamericano para el período 1996-2010 que evidencian que las compañías que iniciaron su cotización bursátil mostraron un crecimiento del empleo del 45%, además de un significativo crecimiento de ingresos en la década posterior a su incorporación.

Antonio Giralt (Presidente del Mercado Alternativo Bursátil) y **Jesús González Nieto** (Director Gerente y Vicepresidente del MAB) confirman que el número de empresas cotizadas es escaso si se compara con el total de empresas existentes. Esta característica que se repite con más o menos intensidad en todos los países y obedece según los autores a las dificultades regulatorias y económicas de acceso a este mecanismo de financiación por parte de las empresas de dimensiones medianas y pequeñas, por otro lado las más numerosas.

Abrir vías para la financiación de las empresas pequeñas y medianas a través de fondos propios se convierte en una necesidad pero han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de mentalidad en los propietarios de las pymes, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de perderse el miedo a la posibilidad de pérdida de control en la compañía. Las pymes que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización. Tanto la Bolsa como el MAB constituyen marcos muy adecuados para la obtención de recursos propios, vía ofertas públicas de suscripción de acciones (OPS) o ampliaciones de capital con los que sustentar el crecimiento/expansión empresarial, uno de los objetivos básicos de las empresas en un entorno cada vez más competitivo. El crecimiento de los recursos propios aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero, contribuyendo a mantener el equilibrio entre fondos propios y ajenos.

La demanda de acciones emitidas por pequeñas y medianas compañías es el punto más débil en la estructura actual del mercado de valores español. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es demasiado pequeño. Los inversores perciben las compañías de tamaño reducido como una opción más arriesgada que las grandes. Las propuestas de los autores se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho tanto la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías, como una mejora en el análisis de la información de estas compañías.

En suma, uno de los retos para los reguladores y los responsables de la política económica es investigar, diseñar y poner en marcha los incentivos correctos para que las empresas quieran y sean capaces de llegar a los mercados públicos de cotización.



PROMOVER LA INCORPORACIÓN DE MAYOR NÚMERO DE EMPRESAS A LA EMISIÓN DE DEUDA EXIGE MODERNIZAR EL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE DEUDA, YA EN MARCHA, Y FRENAR LA MIGRACIÓN DE EMISORES AL EXTERIOR. MERCADOS COMO EL MARF, NOVEDADES EN FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA Y LA APARICIÓN DE FONDOS DE CRÉDITO CORPORATIVO SE CONFIGURAN COMO INSTRUMENTOS CON INTERESANTES POSIBILIDADES

La progresiva diversificación de las fuentes de financiación de un grupo de compañías industriales y financieras españolas es un hecho. Su éxito se ha basado en la expansión internacional y ese proceso ha tenido su reflejo en la captación de fondos en los mercados de capitales de renta fija, tanto nacionales como internacionales. De estos extremos se hacen eco **Gonzalo García-Fuertes** (Abogado de J&A Garrigues), **José Luis Palao** (Abogado de J&A Garrigues), **Javier Redonet** (Uría Menéndez Abogados) y **Alfonso Ventoso** (Uría Menéndez Abogados). La restricción crediticia acrecentada a partir del año 2008 a causa de la crisis financiera ha impulsado a muchas empresas más pequeñas, cotizadas o no, a debutar en los mercados de capitales de deuda.

Las reformas legislativas y otras medidas orientadas a promover la financiación de la empresa española a través de la emisión de deuda han venido principalmente por dos vías: (i) el fomento de la creación de plataformas y mercados de renta fija más eficientes (como el MARF) y el abaratamiento de costes (reducción de tasas y costes de inscripción) y (ii) la revisión del régimen de emisión de obligaciones para reducir y simplificar los requisitos aplicables.

No obstante, las sucesivas medidas adoptadas en este segundo ámbito no han sido sino modificaciones parciales que no han acometido la tan necesaria como reclamada reforma global del régimen de la emisión de obligaciones en España, que en lo esencial se mantiene sin cambios sustanciales desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y que adolece de una rigidez y formalidad que contrasta notablemente con la normativa de otros países de nuestro entorno y que aumenta los costes y entorpece el proceso de captación de fondos por los emisores españoles, situándoles en posición de desventaja respecto a sus competidores de otros países comunitarios. Esta circunstancia, unida al diverso régimen fiscal aplicable hasta hace apenas unos meses a las emisiones de deuda españolas en función de la naturaleza del emisor (que resultaba más favorable en ciertos aspectos, incluyendo los requisitos para no practicar retención a cuenta de impuestos en los pagos de cupones a inversores no residentes, para las entidades de crédito y las sociedades cotizadas en Bolsa respecto a los restantes emisores), motivó que muchas compañías, particularmente las no cotizadas en Bolsa, constituyeran en los últimos años sociedades de propósito especial en el extranjero para llevar a cabo sus emisiones de deuda sin sujeción a la normativa mercantil y fiscal española, lo cual encarecía las estructuras y las hacía menos competitivas con respecto a compañías de otras jurisdicciones.

Felizmente, la trascendente cuestión fiscal antes referida ha quedado resuelta muy recientemente y se está abordando la modernización del régimen mercantil de la emisión de obligaciones merced a sendas iniciativas legislativas, el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil y el Proyecto de Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial,



promovido por el Ministerio de Economía. Ambas reformas, la mercantil y la fiscal, contribuirán a facilitar la emisión de deuda por las entidades españolas en condiciones similares a las de sus comparables de otros países europeos, frenando la migración de los emisores al exterior.

La creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija, el MARF, ha supuesto un revulsivo en el ámbito de la financiación a través de mercados de capitales. El Gobierno español tomó la iniciativa de explorar alternativas dirigidas al estímulo de la financiación no bancaria, con la adopción de diversas medidas de apoyo a la creación de un MARF, que facilitara a las empresas la captación de financiación por la vía de emisión de instrumentos financieros en los mercados de capitales. El Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) se hizo cargo del desarrollo de este proyecto y en unos meses diseñó el nuevo Mercado desde el punto de vista normativo, con la redacción de un Reglamento y su correspondiente conjunto de Circulares, y desde la vertiente técnica, con la creación de diferentes registros y de la plataforma de negociación. Las primeras emisiones en el mercado ya son una realidad como remarcan **Julio Alcántara** (Consejero-director general del MARF) y **Gonzalo Gómez Retuerto** (Director Gerente del MARF), aunque persisten reticencias entre los posibles emisores de este Mercado, en gran parte debido al desconocimiento de este canal de financiación. Tras años de financiación bancaria barata y fácil de obtener, afirman, es complicado rediseñar las políticas internas de las empresas y algunos directores financieros miran todavía con desconfianza la posibilidad de acudir a los mercados de capitales.

El universo de posibles emisores en el MARF es el formado por compañías solventes, no necesariamente calificadas como «investment grade», con unos riesgos de negocio controlados y que cuentan con una tesorería que les permite holgadamente atender a la deuda. No existe, por parte de la reglamentación del Mercado, ninguna limitación sobre el tamaño de las empresas que pueden acudir al mismo, ni sobre el volumen a emitir. Se considera fundamental la labor que desarrollan los Asesores Registrados, tanto durante el proceso de preparación y elaboración de la documentación relativa a la emisión, como posteriormente con la aportación de información periódica y de cualquier hecho que pudiera ser relevante para la marcha de la sociedad. En un Mercado de estas características, es muy importante garantizar la máxima transparencia, poniendo toda la información a disposición de inversores y público en general.

Nuevas y prometedoras perspectivas se abren para las técnicas de financiación estructurada, entre las que se encuentran la titulización y los bonos protegidos (*coveredbonds*), que pueden ser utilizadas para mejorar la financiación de las pymes. **José Antonio Trujillo** (Presidente de Intermoney Titulización SGFT) asegura que si bien son básicamente utilizadas por entidades bancarias para refinanciar sus carteras de préstamos a pymes, bien sea titulizándolas o afectándolas para construir bonos protegidos estructurados (*structured SME covered bond*), también pueden ser utilizadas directamente por las empresas no financieras que dispongan de derechos de cobro de naturaleza y características adecuadas para su cesión a terceros. En principio, por su complejidad y costes, estos instrumentos de financiación parecen estar reservados a entidades financieras, y fuera de ese ámbito a empresas de gran tamaño. Sin embargo, también pueden ser utilizados por empresas de tamaño relativamente reducido. Los fondos de titulización «pri-



vados» son una herramienta muy flexible, jurídicamente sólida, sujeta a procedimientos administrativos sencillos y de bajo coste, y pueden ser utilizados por empresas de tamaño medio, tanto para emitir y colocar bonos de titulización, como para estructurar y emitir bonos protegidos. Recientemente la legislación ha habilitado a los fondos de titulización privados para que puedan optar a cotizar en plataformas alternativas de negociación tipo MARF. Esto supone un atractivo adicional, pues facilita la colocación y posterior negociación de los bonos, aunque ésta quede restringida a inversores cualificados.

La aparición de nuevos agentes y nuevas figuras de financiación como los Fondos de Crédito es producto del nuevo escenario de la financiación empresarial que describen **Ignacio Muñoz Alonso** (Presidente de Aria Capital, profesor de finanzas del IE *Business School*) y **Jesús Sánchez-Quiñones** (Consejero Director General de Renta 4 Banco). Se caracteriza por la aparición de nuevos patrones cualitativos que condicionarán el modo de financiarse, y por extensión la estructura de capital, de muchas empresas españolas. En primer lugar, está produciéndose una recomposición sectorial, con reorientación del esfuerzo financiador hacia el sector servicios, como la hostelería y el comercio, la energía o el transporte y las comunicaciones, que aumentan su participación en las carteras, manteniéndose el crédito vivo prácticamente constante en el sector de manufacturas, la agricultura y la alimentación. En segundo lugar, asistimos a una recomposición temporal con reducción de duraciones que señala dos tendencias: la sustitución del largo plazo por crédito circulante, a 1 año o menos; y el sesgo hacia los demandantes naturales de plazos cortos en sus balances, las pymes, frente a la demanda de empresas de mayor tamaño con ciclos de inversión más largos. La tercera característica es la polarización de la oferta en el que la estabilización del volumen desagregado de crédito concedido a empresas se acompañará de una concentración en los extremos del espectro de tamaño empresarial, fluyendo con mayor facilidad a las pymes y a las grandes corporaciones.

Surge así la oportunidad para nuevos agentes financieros que no aspiran a reemplazar el papel de la banca como financiadores principales de las empresas, sino a complementarla, participando en aquellos formatos más exigentes para la banca en cuanto a la intensidad en la utilización de sus recursos de capital.

Se entiende por Fondos de Crédito (*Credit Funds*) aquellos fondos que invierten en créditos y préstamos directos a empresas. El horizonte de inversión de este tipo de fondos oscila entre siete y diez años, dependiendo de las características y plazos de los créditos y préstamos concedidos por el fondo a las empresas. Los Fondos de Créditos pueden apalancarse y, de esta forma, el importe destinado a prestar a las empresas podrá ser superior a las aportaciones de los inversores en el fondo gracias a la propia financiación obtenida por el fondo de crédito.

La estructura operativa de estos nuevos agentes replica en un primer momento la de los fondos de inversión, con una vida preestablecida y gestionada por un equipo independiente que capta los fondos entre inversores especializados y los invierte en préstamos corporativos de distinto tipo. Un fondo de crédito puede aceptar perfiles de crédito más heterogéneos o con un coste inferior al de la banca. Las modalidades de inversión pueden ser variadas pero en la medida en la que se denominen fondos de deuda o crédito, habrán de alejarse en subordinación y contingencia de los reembolsos de aque-



llas modalidades de financiación más próximas a los recursos propios y por tanto a los fondos de capital privado. Un fondo que se denominase de deuda podría invertir en una variedad amplia de instrumentos de deuda siempre que se preservase el principio de no implicación en la gestión de la compañía, es decir, que la negociación de los términos de financiación no incorporase elementos de control corporativo tales como la presencia en órganos de administración o derechos de veto sobre determinadas decisiones.

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN EN FORMA DE CAPITAL YA CONSOLIDADAS CONVIVIRÁN CON NUEVAS FIGURAS APOYADAS EN EL DESARROLLO DE LAS TECNOLOGÍAS MÁS NOVEDOSAS

Una figura que cuenta ya con una larga y consolidada trayectoria y debe ser una pieza clave en la articulación de un sistema financiero español más flexible y plural es el capital riesgo, un término que hace referencia a la realización de inversiones de carácter financiero habitualmente en forma de capital y en compañías no cotizadas. Las compañías receptoras financian habitualmente el desarrollo de nuevos productos, la entrada en nuevos mercados o una reestructuración accionarial o financiera. En función del ciclo de vida del producto o servicio que ofrece la compañía, la naturaleza de estos inversores es distinta: capital semilla (*Seed Capital*), desarrollo inicial (*Early Stage*), capital expansión (*Growth Capital*), adquisición con apalancamiento financiero (*Leveraged Buy Out*), o también las denominadas situaciones especiales.

Andreu Guilanya (*Director of Strategic Development. Cognita Schools Group*) y **David Mazaira** (*Senior Associate. The Carlyle Group*) desvelan las características de esta industria y aseguran que las perspectivas en España vuelven a mostrar signos esperanzadores en 2014 tras el boom experimentado en los años 2005 -2007 tanto en número de operaciones, como en volumen de inversión y la posterior caída como consecuencia de la crisis financiera y económica. En 2014 la actividad de «fund-raising» o levantamiento de nuevos fondos muestra indicios de recuperación, lo cual debería redundar en una mayor actividad a medio plazo, y también han destacado operaciones de desinversión de notable tamaño llevadas a cabo por grandes fondos internacionales, mediante salidas a Bolsa.

El capital riesgo ha experimentado cambios sustanciales en las últimas décadas en las cuales se ha incrementado la competencia por las adquisiciones, llevando las valoraciones a niveles históricamente elevados y por tanto reduciendo los niveles de retorno esperado de las inversiones. Las principales compañías del sector han optado por diversificar sus actividades hacia otros segmentos con menor competencia, por ejemplo convirtiéndose en proveedores de deuda en lugar de capitales propios. Otro segmento que ha ganado en popularidad también es el de la inversión en infraestructuras. De acuerdo con datos del mercado norteamericano se aprecia también una reducción del peso de la deuda bancaria en las fuentes de financiación de las operaciones apalancadas de adquisición obligando a las compañías de capital riesgo a incrementar su contribución en forma de capitales propios.

Domingo García Coto (Director del Servicio de Estudios de BME) y **Ana Alonso** (Técnico de BME) introducen las alternativas de financiación más novedosas entre las



que destaca el «crowdfunding», término traducido en muchas ocasiones como «microfinanciación» colectiva o participativa y que hace referencia al conjunto de fórmulas alternativas nacidas, conformadas y apoyadas en las oportunidades que en materia de interconexión y acceso ofrecen las nuevas tecnologías. Lo que los autores denominan la financiación 2.0 se presenta como una oportunidad para facilitar a un número importante de empresas y de ideas innovadoras el acceso a mecanismos colectivos de financiación, con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y más o menos amplio. Puede ayudar también a construir y mejorar la cultura accionarial y a ampliar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial (OPI), sobre todo de empresas de tamaño mediano y pequeño.

Es conveniente no obstante delimitar el grupo de fórmulas de *crowdfunding* que canalizan financiación empresarial y ofrecen retornos a los inversores. Es la denominada microfinanciación colectiva orientada a la inversión (*investment-geared crowdfunding*) y se identifican básicamente dos modelos: el *crowdfunding* basado en préstamos (*loan-based crowdfunding*) y el *crowdfunding* basado en acciones o, de forma más amplia, valores mobiliarios (*equity-based crowdfunding* o *securities-based crowdfunding*).

En el momento actual se están desarrollando en todo el mundo marcos regulatorios específicos para el «crowdfunding». En esta línea, España está a punto de contar, en el cuarto trimestre de 2014, con un marco legislativo para regular lo que se denomina «plataformas de financiación participativa» orientadas a la inversión con el objetivo de ampliar las alternativas de financiación empresarial.



CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

GENERALES

- La financiación fluida de la empresa española es condición necesaria para consolidar la recuperación económica. Por ello, movilizar nueva financiación empresarial es condición imprescindible para que los alentadores resultados que está mostrando la economía española desde mediados de 2013 se consoliden a medio y largo plazo en términos de crecimiento y creación de empleo.
- Esa financiación se ha visto constreñida en los últimos años por varias razones:
 1. Por la fragmentación del mercado financiero europeo.
 2. Por la disminución del valor de los activos empresariales, fruto de la crisis, y el considerable apalancamiento de las empresas.
 3. Por la competencia de la deuda pública y su rápido incremento.
 4. Por la búsqueda de garantías más sólidas por parte de la banca y la exigencia de una mayor calidad de los activos empresariales.
- Esta dificultad de acceso a la financiación ha sido mucho mayor en el caso de las pymes, lo que es preocupante dado que suponen actualmente el 64% del PIB y el 73% del empleo, respectivamente, del total de la economía española.

Desapalancamiento necesario

- El desapalancamiento y corrección del sobreendeudamiento de las empresas españolas sigue avanzando pero está siendo superado por los aumentos de la deuda pública. La deuda total, en términos absolutos y relativos al PIB, ha seguido creciendo durante la crisis, si bien ya se observan síntomas de estabilización. Es obligado realizar más esfuerzos para reducir el endeudamiento total, especialmente en el caso del sector público.
- El sobreendeudamiento de las empresas se circunscribe ya al sector de la construcción e inmobiliario y al colectivo de empresas pequeñas y de corta edad. En estas últimas debido sobre todo al descenso tan importante en su rentabilidad en los años de crisis.



Hacia una nueva estructura financiera de la empresa

- Las empresas están corrigiendo su estructura financiera hacia ratios de deuda sobre activos próximos a los valores medios de los años anteriores al boom inmobiliario: 40% de deuda y 60% de fondos propios. Detrás de esta convergencia está el desapalancamiento que ya han realizado las empresas y el esfuerzo por aumentar sus recursos propios capitalizando gran parte del beneficio.
- El cambio deseable en el modelo productivo dominante en España obliga a modificar la estructura financiera óptima de las empresas. En el ámbito de los activos invertidos, los intangibles ganarán peso en el conjunto de los activos de capital productivo de la economía española, y desde la eficiencia económica, la financiación de las inversiones en activos intangibles debe hacerse principalmente a través de instrumentos de capital, es decir fondos propios en consonancia con su mayor riesgo.
- Las nuevas condiciones indican que en el futuro próximo, el peso de los fondos propios en la estructura financiera de las empresas españolas será mayor del que ha sido en el pasado. Las empresas avanzan también hacia una estructura de costes con menos peso de los costes fijos en los costes totales de las empresas y más peso de los variables, con las consiguientes ganancias de flexibilidad con capacidad de adaptarse a las perturbaciones por shocks externos.
- Es previsible un aumento del coste de la financiación de las empresas españolas determinado por el cambio en la inversión (en activos intangibles con mayor riesgo) y en la estructura financiera y por otros factores del entorno financiero y económico, entre ellos los cambios en la regulación bancaria, en la fiscalidad y en la normativa concursal. No obstante, el avance en la unión bancaria debería contribuir a reducir el coste de la financiación, al generar un mercado más integrado y con mayor competencia.

Financiación alternativa

- La financiación bancaria representa en España en torno al 70% del total de la financiación (a través del mercado y de la banca) a la empresa, algo que, en sí mismo, no tiene por qué suponer una dificultad en condiciones económicas normales, pero sí se convierte en problema en momentos de escasez de crédito en situaciones de crisis como la que hemos vivido recientemente. Por ello, parece muy conveniente potenciar las vías alternativas de financiación.
- La financiación no bancaria será compatible con la bancaria y cada una deberá encontrar su acomodo en el futuro, en cuanto a los plazos de las operaciones, la tipología y el tamaño de las empresas a las que se dirijan.



- Conjugar el crédito bancario con una mayor presencia en los mercados de capital puede resolver muchos de los problemas de financiación de la empresa española. Pero, para lograrlo, se requieren una serie de actuaciones. El reto institucional pendiente es contar con los mecanismos y los instrumentos de control sobre el capital adecuados para una financiación externa con más peso de los fondos propios.
- Las medidas tendentes a incentivar el tamaño de las empresas o la provisión de más y mejores canales para su financiación, deben asociarse estrechamente a prioridades declaradas como la generación de empleo o la consolidación fiscal.

SOBRE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

- El sector bancario español, y de forma mucho más intensa las cajas de ahorros, ha experimentado desde el inicio de la crisis una profunda reestructuración, un saneamiento con cargo a su margen de explotación equivalente al 28% del PIB, un ajuste en su capacidad instalada (reducción del 30% y 25% de las oficinas y empleo, respectivamente) y un aumento de su solvencia.
- Tras estos cambios, ha superado con éxito el reciente estrés test y la revisión de activos (AQR) del BCE y la EBA, sin presentar insuficiencia de capital para afrontar un escenario adverso. En consecuencia, la banca española está en condiciones de conceder financiación. El interrogante está en la existencia de suficiente demanda solvente como consecuencia de las incertidumbres macroeconómicas y del elevado endeudamiento del sector privado de la economía.
- También se considera que el crédito será más sofisticado, requerirá un mayor conocimiento del cliente, con unas cuentas más transparentes y un mejor entendimiento del negocio por parte de los bancos.
- La información más reciente disponible muestra que las condiciones de acceso a la financiación bancaria por parte de las empresas españolas está mejorando, tanto en términos de disponibilidad de crédito como de sus condiciones. Así:
 - a) el préstamo a nuevas operaciones está aumentando en España desde octubre de 2013 en operaciones de menos de un millón de euros. El último dato referido a octubre de 2014 sitúa la tasa de crecimiento interanual en el 14%. No obstante, en las operaciones de mayor importe, sigue cayendo, si bien este hecho es menos preocupante ya que las grandes empresas tienen mucho mejor acceso a la financiación no bancaria;
 - b) el diferencial con respecto a los países de la eurozona del tipo de interés que paga una Pyme española por un préstamo de menos de un millón de euros ha caído a 92 puntos básicos a septiembre de 2014, frente a un valor de 151 puntos básicos que llegó a alcanzar en abril de 2013, nivel máximo desde el inicio de la crisis;



- c) las pymes españolas declaran en la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación que está aumentando la disponibilidad y mejorando las condiciones del crédito bancario; mientras que los bancos españoles están relajando los criterios de concesión de crédito.
- Una parte del sobrecoste que pagan las empresas españolas en relación a las europeas, a la hora de acceder a la financiación bancaria, se debe a la fragmentación del mercado financiero europeo. Si bien, otra parte se debe a la prima de riesgo que aplican los bancos como consecuencia de la mayor vulnerabilidad, falta de capitalización y endeudamiento de la empresa española, especialmente de la Pyme.
 - En consecuencia, es necesario que la Unión Bancaria avance más deprisa, y es de esperar que la fragmentación se reduzca tras la reciente puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión bancaria (MUS) por parte del BCE. Si bien las piezas pendientes de la Unión Bancaria (mecanismo único de resolución y armonización de los sistemas de garantía de depósitos) contribuirán a reducir la fragmentación del mercado financiero europeo, la creación de una verdadera UEM exige avances hacia la unión fiscal.
 - A pesar del desapalancamiento que están realizando las empresas españolas, su nivel de endeudamiento y vulnerabilidad siguen siendo elevados, por lo que es necesario que mejore el acceso a la financiación para que el desendeudamiento pendiente no estrangule la recuperación. Esa mejora exige en algunos casos acuerdos de refinanciación y reestructuración para asegurar la supervivencia de empresas con negocio viable. Ese es el objetivo del RDL4/2014 de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial que contiene medidas puntuales para facilitar los acuerdos. Si bien aún es pronto dado el escaso tiempo trascurrido desde su aprobación, sería de interés valorar la eficacia de las medidas adoptadas viendo el volumen de deuda que ha sido objeto de reestructuración.
 - En la situación actual hay espacio para la financiación no bancaria en nuestro país, por su reducido tamaño y por la necesidad de que los proyectos empresariales cuenten con una base más diversificada y sólida de capital, a la que nos hemos referido antes. Estas alternativas a la financiación bancaria van a suponer un aumento de la competencia para los bancos que tendrán que adaptarse a ella y a las nuevas tecnologías. El desarrollo de estas iniciativas será progresivo, pero lento porque no se transforma el sistema de financiación de un país a corto plazo, por lo que el crédito bancario seguirá siendo determinante en el futuro.

SOBRE FINANCIACIÓN VÍA MERCADOS DE CAPITALES

- La elevada dependencia de la financiación bancaria de la empresa española se debe en gran parte a la predominancia de la pyme en el tejido empresarial, sien-



do por tanto la prioridad la mejora en el acceso a esa forma de financiación. Pero al mismo tiempo es conveniente reducir esa dependencia, fomentando vías de acceso a financiación no bancaria, tanto para lograr capital (MAB) como deuda (MARF), así como mecanismos de financiación directa (como el *crowdfunding* o fondos de inversión en préstamos). No obstante, para evitar volver a caer en los errores del pasado, es necesario una correcta regulación para evitar una competencia desleal por parte de otras formas de banca paralela.

- La presencia en mercados públicos de cotización tanto de renta variable como de deuda corporativa es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza y se está infravalorando a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. Uno de los grandes retos pendientes para los reguladores y los responsables de la política económica es investigar, diseñar y poner en marcha los incentivos correctos para que las empresas quieran y sean capaces de llegar a los mercados públicos de cotización.
- Promover la incorporación de mayor número de empresas a la emisión de deuda exige modernizar el régimen de emisión de deuda, ya en marcha, y frenar la migración de emisores al exterior. Mercados como el MARF, novedades en financiación estructurada y la aparición de fondos de crédito corporativo se configuran como instrumentos con interesantes posibilidades.
- Promover la diversificación del capital riesgo hacia otros segmentos como por ejemplo las infraestructuras y hacia nuevos instrumentos de deuda complementarios del capital, facilitará que un mayor número de empresas pueda acceder a esta forma de financiación.
- El *crowdfunding* o financiación participativa se presenta como una oportunidad para facilitar a un número importante de empresas y de ideas innovadoras el acceso a mecanismos colectivos de financiación, con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y más o menos amplio. Puede ayudar también a construir y mejorar la cultura accionarial y a ampliar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial (OPI), sobre todo de empresas de tamaño mediano y pequeño. Es conveniente delimitar claramente el grupo de fórmulas de *crowdfunding* que canalizan financiación empresarial y ofrecen retornos a los inversores.

RECOMENDACIONES FINALES

- Las empresas españolas y, muy en especial, las pymes, deben diversificar, en lo posible, sus canales de financiación, con miras a reforzar su balance.



- Las autoridades correspondientes deben tomar muy en cuenta esa necesidad y facilitar incentivos para estimularla.
- En este sentido, se debe seguir avanzando en el cumplimiento de los plazos establecidos por la regulación actual para el pago a los proveedores, tanto por parte del sector público como por el privado. Lo cual redundaría positivamente en el flujo de circulante, especialmente para las empresas de menor tamaño.
- A su vez, las empresas españolas tienen que tender a trabajar con más recursos propios, más autofinanciación, y menos deuda. En nuestro país hemos tenido que afrontar una importante reestructuración del sector financiero. Del mismo modo, el modelo de negocio empresarial tan dependiente de la financiación ajena también tiene que cambiar y adaptarse a la nueva situación. De esta forma, el desalancamiento de la economía española se irá produciendo paulatinamente.
- Los cambios legislativos ya anunciados –Ley del Código Mercantil y Ley de Fomento de la Financiación Empresarial– deben promulgarse cuanto antes porque modernizarán y clarificarán el marco de actuación de las empresas.
- Es necesario impulsar iniciativas de desarrollo de fuentes alternativas al crédito bancario de forma decidida, para ir mejorando y reforzando el papel de los mercados de capitales en España.
- Ahora bien, se trata de un tipo de actividad no exenta de riesgo, en el que la cautela y la profesionalización de la gestión son imprescindibles, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda de financiación. En todo caso, requerirá un entorno de más disciplina y transparencia por parte de los emisores. En el que el tamaño de la empresa podría ser determinante, ya que las de menor tamaño tienen mayor dificultad de acceder a la financiación no bancaria.
- La financiación del tejido empresarial es una actividad de riesgo, tradicionalmente desarrollada por la banca en nuestro país. Desarrollar vías alternativas a la financiación bancaria significa que nuevos agentes asumirán esa función ya que el riesgo no se destruye, sino que simplemente se desplaza de unos agentes a otros. Por ello, la regulación deberá ser consciente de esta circunstancia, especialmente en aquellos casos en los que los agentes que lo soporten sean inversores o pensionistas con un menor nivel de conocimiento financiero, y del riesgo que asumen.
- El desarrollo eficaz de estas vías de financiación alternativa, requiere de la mejora del nivel de formación y cualificación financiera por parte de la sociedad. Por ello, estas iniciativas deben ir acompañadas de un avance muy significativo en el nivel de educación financiera de los ciudadanos.

A. INTRODUCCIÓN



RECORDATORIO: ORIGEN DE LA SITUACIÓN ACTUAL

JAIME REQUEIJO

Catedrático Emérito de Economía Aplicada y Miembro del Consejo Asesor del Círculo de Empresarios

Toda crisis financiera supone una desarticulación de los mercados financieros que desploma el valor de los activos, tanto reales como financieros, y que desemboca en caídas prolongadas de la producción y el empleo. En los tiempos actuales, y dada la capilaridad de esos mercados, ese tipo de perturbación presenta un carácter internacional, sea cual sea el origen geográfico de la misma.

Los desencadenantes de tales crisis pueden ser muy varios pero, en general, se derivan de procesos inflacionarios graves, del deterioro del tipo de cambio, de la incapacidad para hacer frente a la deuda exterior o por la aparición de burbujas en uno o varios mercados¹. La crisis que planea sobre el mundo desarrollado desde 2007 tiene su origen en varias burbujas, la primera de las cuales se generó en el mercado inmobiliario estadounidense.

De 2000 a 2006 pero, muy en especial, de 2002 a 2004, la Reserva Federal norteamericana practicó una política de dinero barato, destinada a dinamizar la actividad económica. Una política que impulsó la demanda de viviendas por encima de sus ritmos normales y que, antes o después, hubiera conocido un brusco final, al pincharse la burbuja, puesto que muchos receptores de crédito hipotecario difícilmente hubieran podido hacer frente a sus obligaciones ante una elevación de los tipos de interés, dado que la gran mayoría de los créditos se concedían a tasa fija, durante uno o dos años, y a tipo variable para el período restante. Esa burbuja, circunscrita inicialmente al mercado norteamericano, hubiera generado, al explotar, una crisis financiera importante en esa economía, con reflejos inquietantes en otros mercados. Pero, antes de que estallara la burbuja, había ocurrido algo más, se había diseñado un vector que convertiría una crisis interna en una gran perturbación internacional: la titulización de muchos de esos créditos y su venta por buena parte de la geografía mundial².

Las instituciones financieras que habían concedido los créditos hipotecarios convirtieron muchos de ellos en títulos y los vendieron, empaquetados, eso sí, con otros créditos, a enti-

¹ Sobre estos temas véase Reinhart y Rogoff: «This time is different», Princeton University Press, 2009, en especial el capítulo primero. También Requeijo: «Anatomía de las crisis financieras», McGraw Hill, 2006, en especial el capítulo segundo.

² Una explicación más completa puede encontrarse en Kamin, S. y Pounder, L.: «How Did a Domestic Housing Slump turn into a Global Financial Crisis? Board of Governors of the Federal Reserve System, International Financial Discussion Paper 904, enero 2010.



dades muy distintas y muy distantes. Y la buena rentabilidad ofrecida hizo que los adquirieran bancos y aseguradoras de muy diversos países, fondos de inversión y hasta un fondo de pensiones noruego. En 2006, y por razones varias, la Reserva Federal empezó a elevar sus tipos de interés y los impagos comenzaron a extenderse y a afectar a los tenedores de los títulos; en 2007 los problemas se agudizaron y, en 2008, tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la crisis financiera mundial había tomado cuerpo y hecho sentir sus demoleedores efectos, especialmente concentrados en las economías desarrolladas.

Con extrema celeridad, la perturbación se filtró por el sistema financiero de los países avanzados, ocasionando una serie de problemas bien conocidos: rescates de entidades financieras, depreciación de activos, contracción de la liquidez global y aumento considerable de la deuda pública de los países desarrollados. El rescate, para evitar la quiebra, afectó, sobre todo, a Estados Unidos: sus dos grandes instituciones especializadas en crédito hipotecario, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae) tuvieron que ser salvadas con dinero público e intervenidas; la aseguradora American International Group (AIG) fue nacionalizada: Bear Sterns adquirida por J. P. Morgan y Merrill Lynch por Bank of America. Y suerte parecida corrieron, en diferentes latitudes, las inglesas HSBC y Northern Rock; las francesas Paribas y Société Générale; la holandesa Fortis, la alemana Deutsche Bank; la suiza UBS y el Mizuho Financial Group japoneses.

Las pérdidas por depreciación de activos financieros, hasta abril de 2009, las evaluaba un estudio del Fondo Monetario Internacional en una cifra superior a los 4 billones de dólares, repartidas por Estados Unidos, Europa y Japón³.

En momentos de extrema tensión financiera, como el que se ha descrito, el mercado interbancario mundial se cierra, para muchos de sus participantes, porque cada uno de ellos desconfía de la solvencia de los demás. Lo cual contrae la liquidez global y acentúa la propia crisis de las entidades.

En las economías avanzadas, la caída del crecimiento produce un aumento de la deuda pública, tal y como puede verse en el cuadro siguiente para el conjunto de países OCDE y para España.

CUADRO Nº 1. DEUDA PÚBLICA BRUTA DEL CONJUNTO DE PAÍSES AVANZADOS Y DE ESPAÑA (% PIB)

Año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total Países desarrollados	72,9	72,6	73,4	71,6	69,0	69,2	71,4	73,0	76,7	76,9	75,1
España	76,0	75,0	75,4	69,6	66,7	62,1	60,6	55,5	53,5	50,9	46,3

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Total Países desarrollados	73,3	79,9	91,2	97,5	102,1	107,1	109,5
España	42,5	48,0	63,3	68,4	78,8	92,6	104,0

Fuente: OECD Economic Outlook 96 database. Cuadro 32

³ Survey Magazine, IMF Research 21/04/2009.



Pero, además de sus consecuencias financieras, la crisis se ha trasladado, también, a las variables reales, tal y como se desprende del cuadro n° 2. En general, y a partir del 2008, las tasas de crecimiento experimentaron reducciones sustanciales y el desempleo incrementos sostenidos.

CUADRO N° 2. EFECTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LAS VARIABLES REALES DEL MUNDO DESARROLLADO

	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Crecimiento anual del PIB	2,8	3,1	2,8	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4
Desempleo (% sobre población activa)	6,6	5,8	5,4	5,8	8,0	8,3	7,9	8,0	7,9

Fuente: FMI, *Economic Outlook*, octubre 2014.

Y una de las economías más golpeadas por la crisis ha sido, precisamente, España, crisis acentuada por la explosión de su propia burbuja inmobiliaria.

EL CASO ESPAÑOL

En el cuadro que sigue figura la evolución de la economía española en el período 1996-2013, un lapso caracterizado por dos fases bien distintas: la expansiva (1996-2007) y la recesiva (2008-2013).

CUADRO N° 3. TASAS DE CRECIMIENTO REAL ANUAL Y DESEMPLEO

Años	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tasa de crecimiento del PIB	2,7	3,7	4,3	4,5	5,3	4	2,9	3,2	3,2	3,7	4,2
Desempleo (% población activa)	22,1	20,6	18,6	15,6	13,9	10,6	11,5	11,3	11,0	9,2	8,5

Años	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tasa de crecimiento del PIB	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2
Desempleo (% población activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	21,5	26,0	26,03

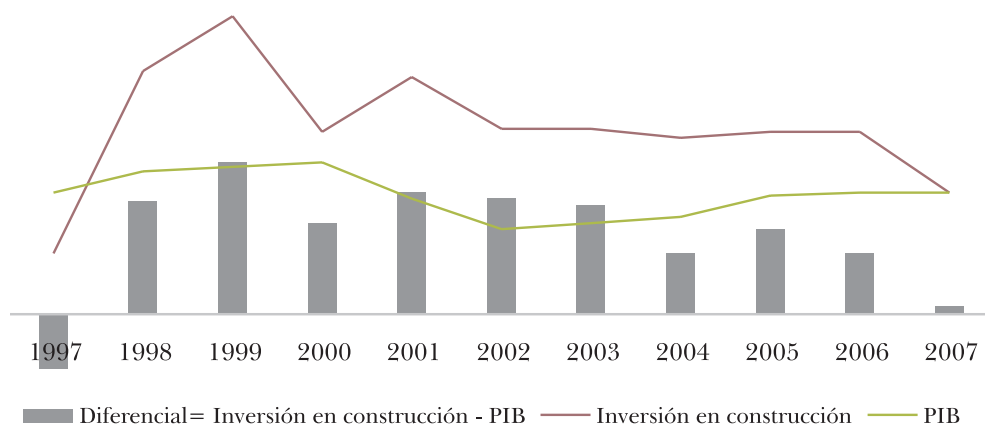
Fuente: Datos del INE, *Contabilidad Nacional*, base 2010 y EPAS.



La fase expansiva, iniciada antes de la llegada del euro, se vio prolongada por la política monetaria practicada, de 1999 hasta mediados de 2006, por el Banco Central Europeo, política que facilitaría la aparición de una gran burbuja inmobiliaria; la recesiva es el resultado de la crisis financiera internacional ya mencionada y del pinchazo de la burbuja nacional.

El tipo de interés básico del Banco Central Europeo se mantuvo a niveles reducidos durante ese primer período, con amplia generación de liquidez; condiciones que, en una sociedad como la española, inclinada a la propiedad de la vivienda, dieron lugar a un sostenido auge de la construcción y muy especialmente de la construcción residencial. Esas dos características pueden apreciarse en el gráfico y el cuadro que siguen.

**GRÁFICO Nº 1. INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y PIB
(TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES)**



Fuente: Banco de España; Informe Anual 2007, recuadro 5.1.



CUADRO N° 4

	Viviendas libres terminadas
1996	194.871
1997	224.332
1998	226.631
1999	296.250
2000	362.940
2001	452.252
2002	480.729
2003	462.730
2004	509.293
2005	528.754
2006	597.632
2007	579.665
2008	563.356
2009	356.555
2010	218.572
2011	121.043
2012	80.083
2013	43.230

Fuente: INE.

Adviértase, en el gráfico, que, de 1998 a 2007, los ritmos anuales de inversión en construcción se mantuvieron por encima de los crecimientos del Producto Interior Bruto, lo que da idea del impulso generado por ese sector. Y adviértase, en el cuadro n° 4, que de 2001 a 2008, se produce un salto notable en el número de viviendas terminadas, salto que tiene su pico en el año 2006, con casi 600.000 viviendas. Dado el gran efecto multiplicador de la construcción, y especialmente de la construcción de viviendas, no es de extrañar que los ritmos de crecimiento global fueran elevados y que, de 2000 a 2008, se crearan en nuestro país, más de 6 millones de nuevos empleos⁴.

Todo el proceso expansivo implicó un creciente endeudamiento de empresas no financieras y familias: éstas porque la vivienda se adquirían haciendo uso del crédito hipotecario y porque, en un clima de continuado crecimiento y creación de empleo, todo parecía deseable y posible; aquéllas porque el sector inmobiliario ofrecía expectativas muy positivas y porque los diferentes mercados se ensanchaban continuamente, dando vida a oportunidades empresariales múltiples. Ese apalancamiento figura en el cuadro n° 5.

⁴ Datos del INE: Encuestas de población activa.

**CUADRO Nº 5. APALANCAMIENTO DE EMPRESAS Y FAMILIAS**

	Empresas (% PIB)	Familias (% RDB)
2000	73,3	69,1
2001	80,8	72,8
2002	83,6	79,5
2003	86,1	88,1
2004	91,2	99,2
2005	100,0	111,0
2006	115,5	124,0
2007	125,0	130,6
2008	128,3	127,4
2009	131,3	125,8
2010	133,4	128,5
2011	131,6	124,7
2012	124,0	122,9
2013	112,1	116,5

Fuente: Datos del Banco de España.

Y así, con un endeudamiento que, en términos relativos, doblaba en 2007, al del año 2000, familias y empresas tuvieron que enfrentarse a un cambio brusco de ciclo, avizorado en 2007 pero claramente perceptible en 2008. Cambio de ciclo que ha dado paso a una gran recesión, caracterizada por la notable caída de la producción y el empleo, además de un incremento muy sustanciado de la deuda pública, tal y como revela el cuadro nº 1.

EL NECESARIO DESAPALANCAMIENTO DE HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS

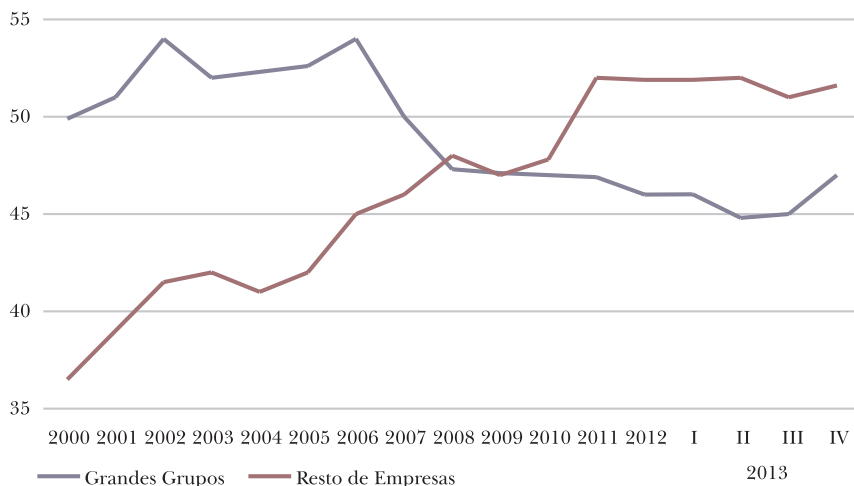
No se sabe, con certeza, cuál es la relación causal entre crisis financiera y endeudamiento privado; no se sabe, en suma, si la crisis financiera origina el endeudamiento privado o si es el excesivo endeudamiento del sector privado el causante de la crisis financiera⁵. Lo que sí no ofrece muchas dudas es que, en las circunstancias actuales de la economía española –lento y vacilante ritmo de actividad económica y elevada deuda pública– el desapalancamiento es una necesidad para el sector privado no financiero, desapalancamiento que ya se ha iniciado, tal y como se advierte en el cuadro nº 5, pero que debe continuar.

⁵ Recuérdese que el ciclo de inestabilidad financiera de H. Minsky parte del elevado endeudamiento del sector privado (Stabilizing an unstable economy, McGraw Hill, 2008, edición original de Yale University Press de 1986). Véase, en el mismo sentido, Eggerston, B y Krugman, P: «Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky – Koo Approach» (En red).



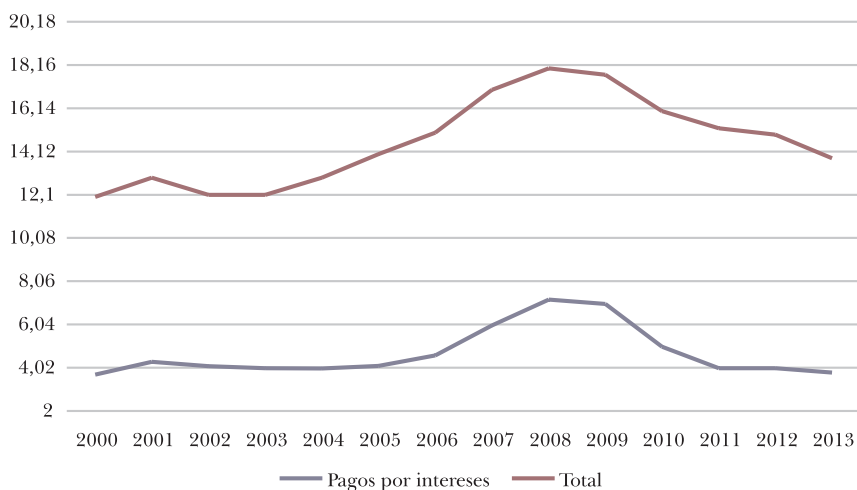
¿Por qué? En primer lugar porque, como se revelan en los gráficos que siguen, la carga de esa deuda es muy elevada.

GRÁFICO Nº 2. EMPRESAS NO FINANCIERAS: DEUDA SOBRE ACTIVO (%)



Fuente: Banco de España. Boletín Económico, abril 2014.

GRÁFICO Nº 3. HOGARES: CARGA FINANCIERA SOBRE RENTA BRUTA DISPONIBLE



Fuente: Banco de España. Boletín Económico, abril 2014.

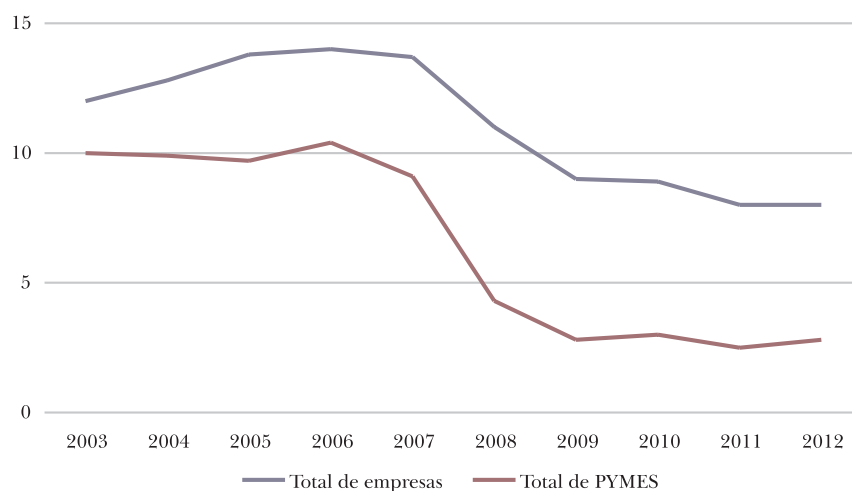


Por lo que a las empresas se refiere, la relación entre deuda y activo parece excesiva y mucho más si se distingue entre grandes grupos y resto de empresas, tal y como resalta el gráfico. Las grandes empresas han logrado disminuir la proporción y situarla, pese al último repunte, por debajo del 50% del valor de su activo; el resto de empresas, entre las que hay que suponer que predominan las pequeñas y medianas, se encuentran en peor situación porque el coeficiente se sitúa alrededor del 65%. En cuanto a los hogares, el gráfico resulta claramente revelador: sólo por intereses las familias deben el 4% aproximado de su renta bruta disponible pero si se toma en cuenta la carga total de la deuda –intereses más amortización del principal– el porcentaje se sitúa en el entorno del 14%.

En segundo lugar porque la capacidad para hacer frente a esa deuda es muy limitada, tanto para las pequeñas y medianas empresas como para la gran mayoría de los hogares.

Como se aprecia en el nuevo gráfico, la rentabilidad sobre recursos propios de las PYMES es muy baja y ha caído a plomo desde el comienzo de la crisis: antes de la gran perturbación se situaba alrededor del 10%; a partir del 2007 pero, muy especialmente, desde 2008, se mueve alrededor del 2%; lo que da idea de las limitadas posibilidades de ese grupo de empresas para llevar a cabo un proceso normal de desapalancamiento. Desde 2013 la rentabilidad se ha ido recuperando, reduciendo la vulnerabilidad financiera de las empresas.

GRÁFICO Nº 4. RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS



Fuente: Banco de España. Central de Balances 2012.

Buena parte de las familias españolas ha sufrido, en la fase recesiva, varios descabros. El primero de ellos tiene que ver con el efecto riqueza: su capacidad financiera se ha visto mermada tanto por la caída de las cotizaciones en bolsa como por la caída de



los precios de la vivienda. De 2007 a 2013 el IBEX ha perdido el 40% de su valor⁶ y los precios de las viviendas un 35%⁷. Y ese empobrecimiento afecta muy especialmente a su capacidad para reducir su endeudamiento. Como le afecta, y aquí hacemos referencia al segundo descalabro, la disminución de rentas derivada de la pérdida del empleo.

Desde finales del 2007 a finales del 2013, el número de ocupados en España ha experimentado un descenso de más de 3,6 millones⁸. Una destrucción muy rápida del nivel de empleo que, sin duda, tiene que ver con el efecto multiplicador del sector de la construcción porque a la conocida máxima francesa –cuando la construcción se expande, todo se expande– habría que añadirle la siguiente coda: cuando la construcción se desploma, todo se desploma. Y, por consiguiente, se desploma también la capacidad de los hogares para reducir su endeudamiento; y buena muestra de ello es el número de ejecuciones hipotecarias que se han tenido lugar desde el comienzo de la recesión.

En tercer lugar –problema que afecta más a las empresas pero que también obstaculiza el desendeudamiento de los hogares– porque la concesión de créditos bancarios ha disminuido muy considerablemente para ambos grupos, tal y como puede verse en el cuadro nº 6.

**CUADRO Nº 6. CRÉDITO BANCARIO
(TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL)**

Año	A sociedades no financieras	A hogares
2000	19,4	18,9
2001	14,5	15,1
2002	12,1	15,6
2003	13,5	18,7
2004	17,8	13,4
2005	25,4	21
2006	29,9	19,6
2007	19,5	12,5
2008	6,8	4,4
2009	-3,6	-0,3
2010	-1,0	0,7
2011	-4,2	-2,4
2012	-7,8	-3,8
2013	-9,4	-5,1

Fuente: Banco de España.

⁶ Datos de Infobolsa referidos al final de cada año.

⁷ Según el Índice de Precios de la Vivienda del INE. Compara 2007 con 2012.

⁸ Datos INE de las correspondientes EPAS.



Por lo que atañe a las sociedades no financieras, la restricción crediticia es atribuible a varios factores. A lo que podemos denominar el efecto tapón de la deuda pública: una proporción nada desdeñable de los activos bancarios son sus tenencias de deuda pública; a la disminución de la calidad crediticia de los demandantes, resultado del empeoramiento de sus balances; y a la huida hacia la calidad, intensificada en los momentos críticos y que ha dado lugar a que, en determinadas fases de la perturbación, las entidades crediticias prefirieran depositar sus excedentes de tesorería en el Banco Central Europeo, depósitos apenas remunerados, en lugar de conceder nuevos créditos.

No es necesario ahondar mucho en las razones de la disminución del crédito a los hogares porque la tasa de desempleo es suficientemente explicativa. Pero añádase, además, que el crédito al consumo ha disminuido sustancialmente, no sólo por la razón anterior –las familias más directamente afectadas dejan de demandar ese tipo de créditos– sino también porque la falta de expectativas actúa en el mismo sentido.

Como ya se ha señalado, la disminución del crédito bancario afecta mucho más a las empresas, especialmente a las PYMES, porque el crédito es el ingrediente necesario de la actividad empresarial – sin crédito su horizonte se oscurece irremisiblemente – y porque la dependencia de la financiación bancaria es, en España, muy elevada, tal y como se desprende del cuadro nº 7.

CUADRO Nº 7. FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS POR COMPARACIÓN CON LAS DE OTROS PAÍSES (% DEL TOTAL)

España	78%
Alemania	55%
Francia	45%
Reino Unido	35%

Fuente: Datos del Círculo de Empresarios, referidos a 2012.

Ahora bien, la astenia crediticia para los hogares también afecta a la actividad económica de algunos de ellos: los que dependen del trabajo autónomo. A finales de junio de este 2014, el conjunto de trabajadores autónomos – calificación distinta a la de «pequeño empresario» – superaba los 3 millones y suponía más del 18% de la población ocupada⁹. Y esos trabajadores, –o por lo menos una parte de ese colectivo– también necesitan financiación para mantener su actividad.

CRECIMIENTO Y FINANCIACIÓN

El desalancamiento constituye, como hemos visto, una necesidad para que empresas y familias reduzcan una pesada carga. La reducción de ese endeudamiento

⁹ Dato del Régimen Especial de Trabajadores Autónomos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.



puede seguir diferentes criterios y ritmos –en el informe trimestral de octubre de 2014 la Comisión Europea estima que el sector privado español debe reducir un 30% más su apalancamiento¹⁰–, pero no caben muchas dudas sobre la necesidad de reducirlo. Ahora bien, tampoco caben muchas dudas sobre un aspecto adicional: que ese ajuste resultará mucho más sencillo si se lleva a cabo en un clima más expansivo; lo cual conduce al tema de la recuperación económica.

¿Es posible la recuperación económica sin que el crédito fluya normalmente? Es posible pero, para la mayoría de los analistas, tal recuperación será lenta y superficial¹¹. Sin crédito fluido las empresas se encontrarán con muchas mayores dificultades para invertir y crecer y los hogares restringirán su consumo, especialmente el de bienes duraderos; todo lo cual se traducirá en un crecimiento limitado de la economía. Y, por supuesto, el desapalancamiento de empresas y hogares se efectuará de forma muy lenta y, en ocasiones, espasmódica. Mientras que en un clima de normalidad crediticia, el crecimiento se facilita, el empleo repunta, las deudas pueden reducirlo sin comprimir la inversión o el consumo y, en general, la recuperación se asentará sobre bases más firmes.

Y buena prueba de esa búsqueda de normalidad crediticia es, en España, el Anteproyecto de Ley XX/2014 de Fomento de la Financiación Empresarial (5/3/2014) del Ministerio de Economía y Competitividad. Un proyecto en el que se esbozan dos tipos de reformas: las que tienden a mejorar la financiación bancaria de las PYMES y las que buscan ampliar los canales de financiación a través de los mercados de capital.

En el primer caso se enumeran una serie de propuestas que van desde la obligación de la entidad financiera de notificar, con suficiente antelación, su intención de cancelar o reducir su crédito a la empresa, al reforzamiento de las sociedades de garantía recíproca o al nuevo régimen de los establecimientos financieros de crédito. No olvidemos que los problemas de financiación aquejan mucho más directamente a las pequeñas y medianas empresas que a las grandes dado que, a estas últimas, les es más fácil acudir, por diferentes vías, a los mercados internacionales.

El segundo bloque de propuestas abarca la financiación no bancaria, la que fluye a través de los mercados de capital. Y la razón alegada en el proyecto es la de evitar que las tensiones en los mercados interbancarios se traduzcan en reducciones de la financiación bancaria, una causalidad a la que ya hemos hecho referencia.

Todos estos temas son objeto de estudio, y de estudio detallado, en los trabajos que figuran en la presente publicación. Se analizan, por un lado, las dificultades con que tropieza la empresa española, en especial la mediana y pequeña, para disponer de financiación bancaria; se examina, por otro, el contexto en el que la financiación se produce y los problemas que pueden derivarse de la nueva regulación financiera y de la reestructuración del propio sistema financiero; y, finalmente, se lleva a cabo un estudio detallado de las diferentes vías de financiación a través de los mercados de capital.

¹⁰ EC: Quartely Report the Euro Area, octubre 2014.

¹¹ Véase, por ejemplo, Claessens, Kose y Terrones. «A Recovery Without Credit: Possible, But...» Vox, CPR's Policy Portal, 22/5/2009 (En red).



En un reciente trabajo sobre desapalancamiento¹² se afirma que los países periféricos de la Unión Monetaria Europea, entre los que España se encuentra, son los más expuestos a soportar las perturbaciones de los mercados financieros. Una razón de peso que resalta la importancia de este conjunto de trabajos.

¹² «Deleveraging? What deleveraging?», International Center for Monetary and Banking Economics, septiembre 2014 (En red).



CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA, COSTE DEL CAPITAL E INVERSIÓN EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS¹

VICENTE SALAS FUMÁS
Universidad de Zaragoza

1. INTRODUCCIÓN

Existe el convencimiento generalizado de que la economía española está sobreendeudada. La corrección del endeudamiento excesivo se producirá a través del descenso en los volúmenes absolutos de deuda, además de las correcciones por un aumento en el denominador por el crecimiento en la actividad económica. Las cifras de deuda de empresas y de familias sobre el PIB de la economía española muestran un descenso significativo en los últimos años, aunque más que compensado por los aumentos en la deuda pública de manera que la deuda total, en términos absolutos y relativos al PIB, sigue aun en crecimiento moderado. Aparentemente, las empresas españolas se están desendeudando, es decir sustituyendo financiación con deuda por financiación en forma de fondos propios. Resulta pertinente preguntarse si realmente los fondos propios sustituyen a la deuda en la financiación empresarial y, de ser así, analizar las posibles consecuencias del cambio en la estructura financiera para el coste del capital y para la inversión.

Este trabajo analiza la evolución reciente del endeudamiento empresarial en España, valora los ajustes que se están produciendo en el mismo, y establece un marco de análisis que permite proyectar la evolución previsible de la estructura financiera de las empresas y de los costes de las distintas fuentes de financiación, principalmente deuda y fondos propios. Un aspecto metodológico importante a tener en cuenta en los diagnósticos sobre el endeudamiento empresarial es que las empresas deciden la estructura financiera deseada en términos de ratio de deuda sobre el valor económico de los activos empresa. Cuando el valor económico se aproxima al valor en libros de los activos, entonces la estructura financiera se resume en la ratio de deuda sobre el total del activo del balance. En los análisis macro económicos, en cambio, el endeudamiento se mide en términos de deuda sobre PIB, lo que equivale, trasladado al ámbito de una empresa concreta, a la ratio entre deuda

¹ Agradezco los comentarios de Joaquín Maudos a una versión previa del trabajo. El texto final es únicamente de mi responsabilidad.



y valor añadido; la relación entre la ratio de deuda sobre PIB o sobre valor añadido, y el endeudamiento deseado a partir de la maximización del valor económico de la empresa, no es del todo evidente. El criterio de crear valor económico es también el que rige en las decisiones de inversión de manera que, bajo dicho criterio, las empresas sólo deben invertir cuando la rentabilidad interna del proyecto de inversión supere al coste del capital. El análisis de los costes de las fuentes de financiación deuda y fondos propios, y de la combinación de las mismas en la estructura financiera deseada por las empresas, así como de la rentabilidad del capital invertido, proporcionan indicios relevantes para proyectar la actividad inversora de las empresas en el inmediato futuro.

La evolución reciente del endeudamiento en las empresas españolas se realiza en el trabajo utilizando ratios de deuda sobre activo y ratios de deuda sobre recursos generados. La información de partida se extrae del Informe Anual de la Central de Balances del Banco de España sobre sociedades no financieras y se presenta desagregada por grandes sectores de actividad y por grupos de empresas pequeñas, medianas y grandes. Los resultados del análisis ponen de manifiesto que el diagnóstico de sobre-endeudamiento de las empresas españolas es distinto según el indicador que se utilice y, más importante, que sea cual sea el indicador; con los datos disponibles el sobre-endeudamiento se circunscribe exclusivamente al sector de la construcción e inmobiliario, y al colectivo de las empresas pequeñas; en estas últimas debido sobre todo al descenso tan importante en su rentabilidad en los años de crisis. En el ámbito empresarial, la percepción de sobre-endeudamiento generalizado es consecuencia de los efectos del contagio resultante de la crisis por pérdida en el valor de los activos en sectores como la construcción y el inmobiliario, que llegan a concentrar ellos solos más del 50% del crédito bancario concedido a las empresas no financieras².

Los análisis de los datos disponibles dibujan una convergencia en la estructura financiera de las empresas hacia ratios de deuda sobre activos próximos a los valores de los años anteriores al boom inmobiliario: 40% de deuda y 60% de fondos propios, con menos deuda en las empresas pequeñas que en las grandes. Actualmente, las proporciones estimadas, extrapolarlo la tendencia decreciente desde 2011, estarán alrededor de 45% y 55%, respectivamente. Por tanto, fuera del sector de la construcción e inmobiliario donde el desajuste es mucho mayor; y entre las empresas pequeñas, muchas de las cuales enfrentadas a un reto serio de viabilidad por los bajos niveles de rentabilidad, el ajuste pendiente en la estructura financiera del resto de sectores económicos es relativamente menor.

El coste del capital para las empresas españolas no está determinado únicamente por el cambio en la estructura financiera, sino por otros factores del entorno financiero y económico. En este sentido, el trabajo hace referencia a cambios en la regulación bancaria, en la

² Maudos y Fernández de Guevara (2014) analizan de forma muy exhaustiva y con una perspectiva europea comparada el endeudamiento de la economía española, en general, y de las empresas en particular, haciendo especial hincapié en la heterogeneidad de situaciones de riesgo financiero dentro del colectivo. Salas Fumás (2013) contiene un análisis más detallado de la financiación empresarial con referencias particulares a la problemática de empresas pymes innovadoras. Salas Fumás (2014) analiza el endeudamiento de las sociedades no financieras con información de Contabilidad Nacional y Cuentas Financieras, diferenciando entre endeudamiento empresarial y endeudamiento de la economía nacional. El Capítulo 2 del Informe Anual 2013 del Banco de España examina con detalle el proceso de desendeudamiento para el conjunto de la economía española.



fiscalidad y en la normativa concursal que previsiblemente aumentarán el coste de la deuda para las empresas. Por otra parte, se menciona también el cambio en la estructura financiera óptima desde la maximización del valor económico de los activos invertidos, como consecuencia del mayor peso de los activos intangibles en el conjunto de los activos de capital productivo de la economía española, si realmente la economía evoluciona en esa dirección dentro del proceso de cambio esperado, y deseado, en el modelo productivo dominante. Desde la eficiencia económica, la financiación de las inversiones en activos intangibles debe hacerse principalmente a través de instrumentos de capital, es decir fondos propios. El reto institucional es ahora contar con los mecanismos y los instrumentos de control sobre el capital adecuados para una financiación externa con más peso de los fondos propios.

En síntesis, existen condiciones para que en el futuro próximo el peso de los fondos propios en la estructura financiera de las empresas españolas sea mayor del que ha sido en el pasado, aunque no por la mera absorción de las desviaciones de la senda histórica obligados por la crisis, sino por otros factores nuevos en el ámbito financiero, regulación bancaria, y económico, aumento de las inversiones en intangibles. Estas circunstancias previsiblemente derivarán en un mayor coste de la financiación empresarial, que se añadirá al resultante de una valoración más ajustada de los riesgos, en reacción a la laxitud excesiva en el pasado reciente. Este aumento en los costes financieros de las empresas, con el posible impacto contractivo en el volumen de inversión, no debe valorarse necesariamente como algo negativo en sí mismo desde el punto de vista del interés social. En el caso del encarecimiento de la deuda bancaria, es la consecuencia de la eliminación, o disminución, del subsidio implícito que ha beneficiado históricamente al pasivo bancario y que ha favorecido crecimientos del crédito y el devenir de situaciones de inestabilidad financiera con un alto coste social. En lo que se refiere a la demanda de fondos propios para financiar activos intangibles, es de esperar que el mayor retorno económico privado y social que se derive de las inversiones estos activos compense más que sobradamente las pérdidas por el aumento en los costes de financiación; a la espera también de que la inversión en intangibles mejore la competitividad general de la economía española a medio plazo. Además, una estructura financiera menos apalancada significa también una estructura de costes con menos peso de los costes fijos en los costes totales de las empresas y más peso de los variables, con las consiguientes ganancias de flexibilidad adaptativa a las perturbaciones por shocks externos.

El resto de la exposición se estructura como sigue. En el apartado segundo se presenta y se analiza la evolución reciente de la estructura financiera, rentabilidad e inversión en capital de las empresas españolas según datos de la Central de Balances. El apartado tercero está dedicado a revisar los cambios previsibles en las condiciones de oferta y demanda de deuda y fondos propios para la financiación de las inversiones empresariales. Finalmente en las conclusiones se sintetizan los resultados y recomendaciones más relevantes surgidos a lo largo de la exposición.

2. ENDEUDAMIENTO, RENTABILIDAD E INVERSIÓN: EVOLUCIÓN RECIENTE

La información presentada en este epígrafe se extrae principalmente de los Informes Anuales publicados por la Central de Balances del Banco de España. Los valores de las



variables seleccionadas se desglosan por sectores de actividad y tamaños empresariales tal como aparecen en la publicación original. El periodo temporal se extiende entre 2002 y 2013, aunque los años concretos pueden variar de unas variables a otras por disponibilidad de datos.

ENDEUDAMIENTO

El Cuadro 1 muestra la proporción que representa la deuda con coste (es decir excluida la deuda comercial con los proveedores) sobre el total del activo del balance, neto del exigible sin coste explícito. La ratio de endeudamiento pone en relación el stock de deuda con coste de la empresa con el volumen total de activos que esa deuda contribuye a financiar. No existe una cifra «óptima» para cualquier empresa, sector o momento del tiempo para esta variable, por lo que la valoración de los datos que muestra el cuadro deberá hacerse a partir de las comparaciones por sectores y según la evolución temporal de cada variable³.

**CUADRO 1. DEUDA CON COSTE SOBRE TOTAL ACTIVO.
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	2002	2007	2011	2012
SECTORES				
Energía	41,2	38,6	41,7	38,8
Industria	35,4	41,2	40,4	40,7
Servicios	51,6	49,4	52,1	50,0
Poco representados	28,2	62,1	77,2	75,7
Total	46,4	47,4	50,4	47,9
TAMAÑO				
Pequeñas	35,7	32,9	30,3	28,6
Medianas	36,3	34,9	36,6	33,9
Grandes	47,4	48,6	51,4	48,7

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.

Para el conjunto de empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances, la deuda con coste representa un 46,4% del total de los activos en 2002 y un 47,9% del total de los activos en 2012. La ratio de endeudamiento crece año a año entre 2002 y 2011, cuando alcanza el máximo valor por encima del 50%, y muestra un des-

³ Se ha escrito mucho sobre la existencia o no de un endeudamiento óptimo para las empresas y sus determinantes. Para una exposición a la vez rigurosa y comprensible del debate remitimos al lector a Brealey y Myers (2000).



censo en 2012 que habrá continuado en 2013, de manera que es de esperar una pronta convergencia a la ratio de deuda anterior al del periodo expansivo. Con las cifras de deuda sobre activo para el total de empresas, según el Cuadro 1, el sobre endeudamiento de las empresas españolas, si ha existido, parece estar en clara fase de corrección.

El Cuadro 1 pone de manifiesto también las diferencias en las ratios de endeudamiento por sectores y por tamaños empresariales. El sector bajo el epígrafe *Poco representados* incluye las ratios de deuda para las empresas en sectores donde el número de empresas que colaboran con la Central de Balances es menos representativo del conjunto de empresas del sector en la economía. En él se incluyen, entre otras, a las empresas colaboradoras con la Central de los sectores construcción e inmobiliario que sin duda pesarán mucho en los valores de la ratio de deuda. Sólo el colectivo *Poco representados* muestra una evolución de la ratio de deuda sobre activo, paralela, aunque mucho más pronunciado en la subida, a la de la fila correspondiente al total de empresas. En el resto de sectores no se aprecia tendencia clara en la evolución de la ratio. Si la referencia del año 2002 es una referencia válida sobre la cifra de endeudamiento deseado en el sector *Poco representados*, la conclusión del Cuadro 1 es que las empresas de este colectivo están efectivamente en una situación de endeudamiento excesivo. Es de esperar que el sobreendeudamiento en el sector de *Poco representados* tendrá que ver con la presencia en el mismo de las empresas de los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, incluidas en el colectivo de *Poco representados*. En cualquier caso, en 2012, incluso en el sector de *Poco representados*, se aprecia un descenso en la ratio de endeudamiento con respecto a 2011.

Por clases de tamaño, parte inferior del Cuadro 1, las empresas de menor dimensión están menos endeudadas que las de mayor dimensión; en las primeras, las más pequeñas, el endeudamiento desciende en el tiempo, mientras que entre las medianas y, sobre todo, las grandes se aprecia un perfil temporal similar al del total de empresas. Con los datos del Cuadro 1, por tanto, si ha existido o existe sobre endeudamiento entre las empresas españolas, ello debe atribuirse exclusivamente a las empresas de mayor dimensión; las empresas pequeñas reducen su deuda a lo largo del tiempo cuando ya partían de una deuda inicial menor que la de las grandes.

La ratio de deuda sobre activo tiene como principal limitación, cuando se trata de evaluar el endeudamiento empresarial, el no tener en cuenta la capacidad de las empresas para generar flujos de caja, cash-flows, con los que hacer frente a los pagos de intereses y devolución de la deuda. Para paliar esta limitación, el Cuadro 2 muestra la relación entre el stock de deuda y los flujos anuales de fondos generados por las empresas, bien por sus actividades operativas, beneficio bruto, antes de descontar la amortización, como por sus inversiones financieras, ingresos financieros percibidos. Las cifras están en tanto por cien por lo que cada valor del Cuadro 2 dividido por cien indica el número de años en los que, al flujo de fondos del ejercicio correspondiente igual para todos los años, se devolvería la deuda contraída. En este sentido, para el total de empresas el número de años estaría cerca de cinco en 2008, primer año para el que el Informe publica datos para esta variable, y próximo a siete en 2011.

Las ratios del Cuadro 2 muestran, para todos los sectores y clases de tamaño, unos valores en 2012 sensiblemente superiores a los del año 2008 (aunque en algunos casos



algo menores a los de 2011). Esto significa que en 2012 las empresas podrían estar todavía con unos niveles de deuda en relación a los recursos generados, por encima de los deseados. Las empresas de los sectores *Poco representados*, incluidas las de construcción e inmobiliarias que colaboran con la Central de Balances, muestran el mayor incremento en la deuda sobre recursos generados en 2012 con respecto a 2008; el alto valor de la ratio para estas empresas en 2012 confirmaría la información del Cuadro 1, sobre la continuación del sobre-endeudamiento entre las empresas de la construcción e inmobiliarias hasta fecha de hoy.

Por clases de tamaño empresarial, las cifras del Cuadro 2 son más homogéneas entre las tres clases de pequeñas, medianas y grandes empresas que las del Cuadro 1. En las tres clases de tamaño aparece una tendencia creciente de la ratio de deuda sobre recursos generados en el tiempo, que se corrige en los últimos años en los colectivos de empresas medianas y grandes pero que continúa aún en 2012 en el colectivo de las pequeñas. De acuerdo con la información del Cuadro 2, las empresas más pequeñas siguen todavía en una situación de sobre-endeudamiento por los bajos recursos generados en relación a su deuda.

**CUADRO 2.- DEUDA CON COSTE SOBRE RECURSOS GENERADOS
(EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN MÁS INGRESOS FINANCIEROS).
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	2008	2009	2010	2011	2012
SECTORES					
Energía	417,0	552,5	518,2	547,3	454,9
Industria	371,9	499,4	417,5	406,4	413,9
Servicios	502,9	569,0	623,6	708,9	688,9
Poco representados	779,2	933,3	1687,1	1729,4	1697,8
Total	489,1	585,5	619,2	669,9	619,8
TAMAÑO					
Pequeñas	400,4	439,1	439,4	473,1	514,2
Medianas	367,6	427,0	466,3	435,2	379,2
Grandes	494,1	581,6	628,2	683,7	631,8

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.

RENTABILIDAD DEL ACTIVO, COSTE DE LA DEUDA E INVERSIÓN

Las ratios de endeudamiento sobre el total del activo, Cuadro 1, y sobre los recursos generados, excedente bruto más ingresos financieros, Cuadro 2, se relacionan entre sí a través de las ratios de rentabilidad, es decir beneficios por euro de activo o, en este caso



concreto recursos generados por euro de activo. Una ratio de deuda sobre activo estable en el tiempo se traducirá en un valor creciente (decreciente) de la ratio de deuda sobre recursos generados si la rentabilidad del activo disminuye (aumenta) en el mismo periodo de tiempo. La primera parte del Cuadro 3 muestra la rentabilidad del activo (ROA), calculada como el cociente entre el beneficio después de descontar las amortizaciones y antes de resultados extraordinarios, intereses e impuestos, y el activo total.

La observación del Cuadro 3 confirma que para todas las empresas, sectores y tamaños, la rentabilidad media de los activos experimenta un descenso muy marcado en los últimos años del periodo, en comparación con los valores de principios de la década de los dos mil. La discrepancia en las conclusiones sobre si el endeudamiento empresarial es más o menos elevado según se utilice la información del Cuadro 1 o la del Cuadro 2, se explica por la disminución en la capacidad de generar recursos, descenso en la rentabilidad, de las empresas durante la crisis. Por otra parte, las empresas en los sectores *Poco representados* y las empresas más pequeñas son las que experimentan el descenso más alto en rentabilidad, lo que explica la evolución desigual en el tiempo de su ratio de deuda sobre activo y de su ratio de deuda sobre recursos generados, más marcada en estos colectivos que el resto.

**CUADRO 3. RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA) Y COSTE DE LA DEUDA (CD).
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	ROA				CD			
	2002	2007	2011	2012	2002	2007	2011	2012
SECTORES								
Energía	10,3	8,8	5,5	6,5	3,9	4,4	3,5	3,6
Industria	8,0	10,6	6,3	5,9	4,8	5,1	3,9	3,8
Servicios	7,5	8,7	5,6	5,4	4,4	4,7	3,7	3,7
Poco representados	9,8	8,4	0,8	-1,0	4,5	5,5	3,7	3,7
Total	8,2	8,9	5,4	5,3	4,4	4,8	3,7	3,7
TAMAÑO								
Pequeñas	8,3	7,4	2,7	2,0	5,3	4,8	3,7	3,9
Medianas	8,9	8,1	5,1	4,9	4,6	4,8	3,6	3,7
Grandes	8,1	9,0	5,4	5,4	4,3	4,8	3,7	3,7

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.

La rentabilidad del activo en relación al coste del capital es un buen indicador sobre la propensión a invertir de las empresas, bajo el supuesto de que rentabilidades medias siguen con cierto paralelismo a las rentabilidades de los nuevos proyectos. La parte derecha del Cuadro 3 muestra las cifras del coste medio de la deuda CD para los mismos colectivos de empresas y años para los que se dispone de las cifras de rentabilidad. Los



costes medios de la deuda, calculados como el cociente entre los gastos financieros y el saldo de deuda con coste, muestran diferencias sectoriales, aunque menos marcadas que las diferencias en rentabilidad; el coste medio de la deuda es menor en los últimos años que en los años previos a la crisis, aunque no se tienen en cuenta las diferencias de inflación entre los dos sub-periodos⁴. Desafortunadamente no se disponen de costes financieros equivalentes para los fondos propios, aunque con los diferenciales de riesgo correspondientes es de esperar que mantengan un paralelismo con los costes de la deuda.

La rentabilidad del activo supera holgadamente el coste medio de la deuda en los años previos de la crisis por lo que es de esperar que estos años sean también años con elevadas tasas de inversión. Al final del periodo la rentabilidad y el coste financiero se acercan y en los sectores *Poco representados* y de pequeñas empresas el coste supera holgadamente a la rentabilidad. Es de esperar, por tanto, que la inversión se contraiga a lo largo de los años de la crisis coincidiendo con el descenso en la rentabilidad de los activos. Allí donde la rentabilidad no alcanza al coste financiero, la previsión es que las empresas desinviertan e incluso cesen su actividad por falta de viabilidad económica.

El Cuadro 4 muestra la evolución de la inversión empresarial en España, bruta y neta entre 2006 y 2013 por euro de activo no monetario procedente de otra fuente distinta de la Central de Balances (no se dispone de forma inmediata de tasas de inversión equivalentes para los datos de la Central de Balances y por tanto no se dispone de la misma desagregación que en los Cuadros anteriores).

CUADRO 4. TASAS DE INVERSIÓN BRUTA (FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DIVIDIDO POR ACTIVO NO FINANCIERO) Y TASA DE INVERSIÓN NETA (INVERSIÓN BRUTA MENOS AMORTIZACIONES DIVIDIDO POR ACTIVO NO FINANCIERO). SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJES

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inversión bruta	13,3	12,9	11,9	9,0	9,2	9,5	9,4	8,6
Inversión neta	7,0	6,8	5,6	2,3	2,3	2,3	2,0	1,1

Fuente Salas Fumás (2014). Elaborado a partir de Contabilidad Nacional (INE) y las Cuentas Financieras (Banco de España).

La evolución temporal de las tasas de inversión sigue las pautas previstas según evolución de rentabilidad y coste del Cuadro 3, tasas elevadas antes de la crisis y más bajas

⁴ En los años 2002-2007 la tasa de variación anual del deflactor del valor añadido bruto de la economía de mercado es del 4%, mientras que entre 2009 y 2013 la tasa de variación es próxima a cero. Esto significa costes medio financieros reales, descontada la variación de precios cercana a cero hasta 2008 y costes reales iguales a los nominales en los años de la crisis. En términos reales el coste medio de la deuda aumenta en los años de la crisis.



en los años de crisis. En 2013 la inversión bruta sólo supera ligeramente la amortización de activos, es decir apenas repone la capacidad productiva. Las tasas de inversión del Cuadro 4 se elaboran para el conjunto de sociedades no financieras y sus valores están muy condicionados por el boom inmobiliario (la formación bruta de capital en la construcción llega a representar más del 70% de la formación bruta de capital total de la economía española en los años 2006 y 2007). En cualquier caso, eliminados los efectos de la burbuja inmobiliaria en el comportamiento de la inversión, la tasa de inversión bruta de referencia para las sociedades no financieras en España se sitúa entre el 10%-11%, lo que equivale en términos absolutos a unos 150.000 millones de euros para 2013; el gasto en formación bruta de capital de las sociedades no financieras en España en 2013 asciende a 118.000 euros. Con la recuperación en la rentabilidad de los activos, ya visible en las cifras de Contabilidad Nacional (Salas Fumás, 2014), existe margen para un aumento en la inversión en capital por importe de 30.000 millones de euros al año, solo por converger a la tendencia histórica.

3. PERSPECTIVAS EN LOS COSTES FINANCIEROS, ESTRUCTURAS DE CAPITAL E INVERSIÓN

Con la entrada en el euro se dan condiciones relativamente favorables para que las empresas españolas aumenten su endeudamiento deseado bajo el criterio de maximización de su valor de mercado. En efecto, con el euro mejoran las expectativas de crecimiento rentable y con ello: i) se reduce el coste esperado de quiebra por una menor probabilidad de insolvencia; y ii) aumenta el ahorro esperado de impuestos por la deducción de los gastos financieros de la base imponible del impuesto de sociedades. Si de ello resulta un aumento en el endeudamiento deseado de las empresas, ese aumento no debe calificarse como excesivo. Los bancos y los mercados que facilitan la financiación de deuda permiten el mayor endeudamiento relativo porque comparten con los deudores las mejores expectativas económicas.

Con la llegada de la crisis y con ella unas condiciones de riesgo de insolvencia y rentabilidad opuestos a los que concurrían en los primeros años del euro, el endeudamiento deseado para muchas empresas se reduce, no solo en términos relativos sino también en términos absolutos, debido sobre todo al descenso en el valor de los activos. La percepción de riesgo excesivo por el elevado endeudamiento la comparten los acreedores, los bancos e inversores financieros, aumentada, si cabe, por los elevados volúmenes de crédito expuesto al riesgo en los balances bancarios. Ahora bien, de lo visto en la sección anterior se desprende que los niveles de endeudamiento en el momento en que estalla la crisis difieren sensiblemente de unos sectores y empresas a otros. En algunos sectores y empresas la situación de sobre endeudamiento que perciben con la llegada de la crisis no es consecuencia de una ratio de deuda sobre activos demasiado elevada en el momento de endeudarse, sino consecuencia de la severa recesión que provoca un descenso generalizado en los beneficios y en el valor de los activos financiados.

La salida de la crisis y la recuperación de los beneficios y del valor económico de los activos empresariales reducirá la percepción de sobre-endeudamiento entre las empresas,



aunque los referentes para fijar los nuevos niveles de endeudamiento deseado, al igual que para las decisiones de inversión, no serán los de los años del boom inmobiliario, sino los de los años iniciales de la entrada en el euro. Estos referentes habrán de corregirse por cambios en las condiciones financieras y económicas de las empresas que previsiblemente alterarán la disponibilidad y coste de la financiación empresarial. Veamos cuáles son estos cambios y sus consecuencias para el coste del capital y la inversión.

DISPONIBILIDAD Y COSTE DE LA DEUDA

La principal fuente de financiación a través de instrumentos de deuda por parte de las empresas ha sido históricamente el crédito bancario; algunas empresas especialmente las más grandes emiten deuda directamente a los mercados. La innovación financiera de las titulizaciones de carteras de crédito por parte de los bancos en los últimos años abre la puerta a una cuasi-desintermediación de la financiación de pymes pues los créditos salen del balance de los bancos y se diluyen en las carteras de inversores institucionales. Sin embargo la crisis financiera ha puesto de manifiesto deficiencias en este mecanismo de asignación de riesgos y requerirá de mayores refinamientos para ser una alternativa efectiva al crédito bancario tradicional. Es de esperar, por tanto, que la financiación bancaria, en sus diferentes modalidades de financiación de proyectos de inversión, líneas de crédito, etc., seguirá siendo la principal fuente de financiación a través de deuda para las empresas españolas, mientras que las emisiones de deuda, bonos, directamente a los mercados, seguirán reservadas a las grandes empresas.

Los seguros de depósito y el convencimiento de que los bancos en dificultades serán rescatados por el estado para evitar males mayores, abaratan los costes financieros de los bancos, por debajo del coste de mercado si la red de protección no existiera. La subvención implícita al coste de la financiación bancaria se traslada al coste del crédito y si el coste está por debajo del que sería socialmente óptimo, la subvención lleva a un exceso de crédito y de inversión. Aunque estos efectos perversos de la intermediación bancaria son bien conocidos ha sido con motivo de la reciente crisis financiera cuando el coste social de la subvención al coste de los pasivos bancarios ha sido más cuestionada (Admati y Hellwigh, 2013).

La regulación bancaria internacional ha respondido a las ineficiencias atribuidas a la situación anterior aumentando las exigencias de capital regulatorio de los bancos (Basilea III), y reformando los mecanismos de resolución de crisis con el propósito de que los costes de las insolvencias bancarias repercutan en mayor medida en los titulares de la deuda no asegurada y menos en el erario público, que en el pasado. Es de esperar que el resultado final de estos cambios regulatorios disminuya el subsidio en los costes de la financiación bancaria y en consecuencia resulte en un incremento en el coste medio de los pasivos para los bancos, aunque en una magnitud difícil de precisar⁵. Los bancos trasla-

⁵ El debate sobre este punto es intenso y sigue abierto; véase Admati et al (2011) y Martín Oliver et al (2013).



darán este incremento en el coste de los fondos prestables a los intereses que cobran por los préstamos que conceden y por tanto es un factor de encarecimiento de la financiación bancaria para las empresas, a tener en cuenta.

Las crisis económicas acostumbran a dañar seriamente a las finanzas públicas y son momentos propicios para que los gobiernos modifiquen sus sistemas tributarios. La fiscalidad sobre las rentas del capital incluye a los gastos financieros por intereses de la deuda como gasto deducible en el cálculo de la base del impuesto de sociedades. Esto significa que la retribución que perciben los tenedores de la deuda en concepto de intereses no se grava en el origen de su generación, como sí ocurre con la retribución a los fondos propios, sino sólo en el destino, es decir como parte de la renta personal del receptor de los intereses, en su caso. El ahorro inmediato de impuestos que obtienen las empresas sustituyendo un euro de financiación a través de fondos propios por un euro de financiación a través de deuda es visto como un factor de estímulo directo en las decisiones de endeudamiento empresarial.

Sin embargo, para analizar el efecto de la fiscalidad sobre el endeudamiento no basta con tener en cuenta el gravamen de las rentas del capital en origen; es preciso incorporar a ese análisis la tributación de las rentas de las personas físicas. En este sentido, la circunstancia de que, en general, las rentas en forma de plusvalías de capital se gravan con tipos impositivos sobre las rentas personales inferiores a los que gravan a las rentas por dividendos e intereses de la deuda, contrarresta la ventaja relativa de la deuda sobre los fondos propios por la deducción de los gastos financieros en el impuesto sobre sociedades. La conclusión final es que el efecto neto de la fiscalidad sobre el endeudamiento empresarial está más indeterminado de lo que se percibe fijándonos únicamente en la fiscalidad de las rentas de sociedades (Miller, 1977).

La reforma fiscal aprobada en España reduce el tipo nominal del impuesto sobre la renta de las sociedades, a la vez que se contemplan algunos límites en los montantes absolutos y relativos de gastos financieros deducibles de la base imponible; estos cambios reducen el atractivo relativo de la deuda sobre los fondos propios en la financiación empresarial. Por otra parte, la misma reforma apunta hacia una mayor fiscalidad efectiva de las rentas de los fondos propios por reducciones en los beneficios fiscales de la doble imposición de dividendos y por una mayor fiscalidad efectiva sobre las plusvalías. Si estas directrices de la reforma se materializan en la instrumentación final, la fiscalidad sobre la renta del capital aumenta y se reduce el atractivo de la financiación a través de fondos propios. El resultado conjunto de la reforma fiscal podría ser neutral en la decisión de la ratio de endeudamiento de las empresas si, efectivamente, el resultado último es un aumento similar en la fiscalidad efectiva de los intereses de la deuda y de los dividendos y plusvalías de los fondos propios.

Otro coste oculto de la financiación a través de deuda es el coste para los titulares de la deuda derivados de la situación de insolvencia o de quiebra en que pueda encontrarse el deudor en el futuro. En el momento del contrato, el acreedor atribuye una probabilidad a la eventual insolvencia del deudor y la probabilidad y el coste de la insolvencia determinan el coste esperado de la financiación por deuda atribuible a la hipotética insolvencia del deudor. Los costes de la insolvencia y la quiebra y su reparto entre deudor y acreedor están influidos en gran manera por la normativa legal y la experiencia



práctica en materia concursal, de modo que alteraciones en las normas y en las prácticas en este ámbito alterarán el atractivo relativo de la deuda como fuente de financiación.

Las normativas concursales y su aplicación práctica difieren sensiblemente de unos países a otros, de manera que unos tienden a proteger más a los deudores, empresas, y otros a los acreedores, bancos. La crisis ha motivado reformas legislativas en España sobre procedimientos concursales en la dirección de facilitar la continuidad de las empresas en situación de insolvencia y preservar puestos de trabajo. Estos cambios, en la medida en que aumentan los costes esperados que recaen en los acreedores en caso de insolvencia o quiebra, por ejemplo porque con la nueva normativa es más probable que la deuda termine por reestructurarse cuando los deudores preferirían la liquidación de la sociedad, condicionarán las decisiones futuras de los acreedores a la hora de decidir sobre la financiación concedida a las empresas y el coste de la misma.

DISPONIBILIDAD Y COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS

La financiación a través de fondos propios incluye las ampliaciones de capital y los beneficios retenidos. En ambos casos se trata de fondos que aportan a la empresa los accionistas-propietarios; téngase presente que un euro de beneficio que se retiene en lugar de pagarlo como dividendo lleva implícita la expectativa de accionistas y propietarios que se recuperará en el futuro con la consiguiente rentabilidad compensatoria del coste de oportunidad en que se incurre por no cobrarlo como dividendo. Para las empresas donde la propiedad y la dirección coinciden en las mismas personas, la elección entre ampliar capital o retener beneficios se reduce a consideraciones de fiscalidad y de costes de tramitación, generalmente más elevados para las ampliaciones de capital. Para las empresas con separación entre propiedad y dirección, por ejemplo empresas cotizadas, la situación es diferente porque la asimetría de información sobre el valor intrínseco de la empresa entre accionistas y directivos da lugar a conocidos problemas de selección adversa que encarecen la ampliación de capital frente a la retención de beneficios en la financiación de nuevas inversiones (Myers y Majluf, 1984). Todo ello significa un coste de los beneficios retenidos inferior al de las ampliaciones de capital, y no sólo por razones fiscales, y explicaría porqué las reservas acostumbra a tener más peso que el capital social en el conjunto de los fondos propios de las empresas establecidas.

Las fases contractivas de los ciclos económicos coinciden con menos beneficios empresariales y con ello, si no se modifica la política de dividendos, con menos beneficios retenidos; la capacidad financiera de la empresa para afrontar nuevas inversiones rentables será, por tanto, menor. En las fases de recuperación ocurre lo contrario, los beneficios y las dotaciones a reservas aumentan. Las evidencias sobre la recuperación de la rentabilidad y los beneficios entre las empresas españolas especialmente debido a los menores salarios y al aumento de la productividad, no son del todo concluyentes. De un lado, la Central de Balances no proporciona evidencias claras de recuperación en los beneficios empresariales, ver Cuadro 3, pero en cambio las cifras de Contabilidad



Nacional indican una clara recuperación de los beneficios empresariales sobre todo en 2012 y 2013 (Salas Fumás, 2014).

Es habitual en los análisis sobre rentabilidad empresarial relacionar la estructura financiera de las empresas con la rentabilidad de los fondos propios a través del llamado efecto apalancamiento (más deuda sobre activo aumenta la rentabilidad sobre los fondos para una misma rentabilidad económica de todo el activo si el coste de la deuda es inferior a esta rentabilidad económica). Muy pocos de estos análisis tiene en cuenta al mismo tiempo las repercusiones del apalancamiento sobre el coste de los fondos propios debido al aumento en los riesgos financieros que soportan los accionistas con más proporción de deuda en el pasivo del balance, para un mismo riesgo económico.

La teoría financiera demuestra hace tiempo la neutralidad de la estructura financiera sobre el valor económico de la empresa cuando únicamente se tienen en cuenta los efectos directos del apalancamiento en la rentabilidad y el riesgo de los fondos propios (Modigliani y Miller, 1958). El coste de los fondos propios debe estimarse a partir del diferencial de rentabilidad que compensa el mayor riesgo del titular de los fondos propios, accionistas, como consecuencia del carácter residual de su retribución, en comparación con la retribución pactada de la deuda en forma de intereses y plazos de devolución. Los niveles absolutos de coste de los fondos propios variarán en función de los tipos de interés de la deuda sin riesgo, deuda pública sobre todo, y del riesgo económico del negocio cuyos activos se financian, para una estructura financiera dada.

ESTRUCTURA FINANCIERA E INVERSIÓN

Según los referentes históricos previos al periodo de burbuja inmobiliaria, para los próximos años de recuperación de la economía española se esperaría una estructura financiera para el conjunto de empresas no financieras con aproximadamente 40% de deuda y 60% de recursos propios. Las referencias del pasado apuntan también a una tasa de inversión bruta en capital aproximadamente del 10% de los activos no financieros que, deducidas las amortizaciones supone el 3% de inversión neta. Las previsiones del futuro en las variables de estructura financiera y de tasa de inversión, además de reconocer una notable diversidad de valores por empresas y sectores, deben tener en cuenta también los cambios previstos en disponibilidad y coste de la financiación, a los que se ha aludido en los párrafos anteriores, y los cambios previstos en la composición del capital a la que nos referiremos ahora.

Desde diversos ámbitos, FMI, OCDE analistas económicos, se ha llamado la atención sobre el hecho de que la inversión empresarial ha quedado rezagada con respecto a la evolución de los beneficios empresariales desde los años más duros de la crisis. Las explicaciones del retraso en la recuperación de la inversión han sido diversas. Una, particularmente relevante en el contexto de esta exposición, explica los bajos niveles de inversión en las estadísticas oficiales por el hecho de que las estadísticas registran la inversión en activos tangibles como maquinaria y equipos, pero no incluyen como inversión gastos en activos intangibles cada vez más importantes (la nueva contabilidad nacional corrige en parte esta discrepancia). En este sentido, *The Economist* de Febrero de 2014



muestra que cuando las cifras de inversión incluyen los gastos en activos tangibles y en activos intangibles, software, I+D, publicidad de marca, desarrollo organizacional y un largo etc., las cifras resultantes de inversión total se acercan más a los niveles de inversión esperados en función de la evolución de los beneficios que cuando sólo se tienen en cuenta las inversiones en activos tangibles.

En España el retraso en la acumulación de activos intangibles dentro del conjunto del stock de capital de las empresas, es manifiesto (IVIE-Fundación BBVA, 2013). Si la economía española debe recuperar competitividad más allá de la que se consigue bajando salarios y, más aun si se ha de avanzar en serio hacia el deseado cambio de modelo productivo, resulta imprescindible aumentar la inversión en activos intangibles. El reto de la inversión empresarial en España por tanto no es solo cuantitativo sino también cualitativo y tiene mucho que ver con la composición de los activos en los que las empresas materializan sus inversiones.

Los activos intangibles tienen como rasgo distintivo frente a los tangibles un menor valor de liquidación en caso de insolvencia, y un valor económico en su uso y asignación mucho más sensible a las decisiones discrecionales de quienes ostentan el poder de decisión. Puesto que las decisiones de gestión empresarial recaen en la propiedad y la propiedad está ligada, en la empresa bajo funcionamiento normal, a quienes aportan financiación en forma de fondos propios, el peso relativo de los fondos propios en la estructura financiera de los activos intangibles debe ser superior al peso cuando la inversión se materializa en activos tangibles. La recuperación de los beneficios empresariales y con ello la posibilidad de disponer de más beneficios retenidos en los años próximos, debe proporcionar fondos propios con los que facilitar la transición de las empresas españolas hacia una composición de sus activos con más peso de los activos intangibles que en el pasado. Sin embargo, el retraso en la acumulación y las altas tasas de crecimiento necesarias para recuperar distancias, hacen suponer que los beneficios retenidos podrían ser insuficientes y será necesario recurrir también a nuevas aportaciones de capital.

Otro aspecto a considerar es que la innovación, en muchos casos en forma de nuevos modelos de negocio, que acompaña la acumulación de activos intangibles, hace prever que las empresas del nuevo modelo productivo, serán empresas nuevas bajo el liderazgo de empresarios y equipos de personas con poca experiencia y con perfiles profesionales distintos de los que predominan en la economía de los tangibles. La combinación de empresas jóvenes, empresarios con corto historial profesional y con fuerte dependencia de activos intangibles como sostén de la competitividad, define un entorno perfecto para que aparezcan en grado máximo los problemas de información asimétrica que se manifiestan en forma de selección adversa y riesgo moral característicos de los mercados financieros. Las posibilidades de recurrir a la financiación a través de deuda para estos proyectos empresariales son mínimas y por ello su viabilidad depende de que se encuentre la financiación necesaria en forma de fondos propios.

Las modalidades de fondos propios disponibles son diversas; la más obvia pero también la más inusual debido a que no se dispone de suficiente riqueza personal, es la aportación de capital por los empresarios fundadores; otras como ayudas financieras públicas, aportaciones de familiares, amigos, *crowdfunding*, aportación de los propios trabaja-



dores, sí son más frecuentes pero insuficientes si el proyecto debe escalarse medianamente. La aportación de fondos propios utilizando mecanismos y cauces más formales, como son las sociedades de capital riesgo, los segundos mercados, etc., será imprescindible para afianzar proyectos con posibilidades reales de crecimiento. La entrada en el capital de la empresa de fondos de capital riesgo y cotizar en mercados organizados, obliga a incurrir en elevados costes de transacción resultado de la implantación de sistemas formales de gobernanza y de cumplimientos normativos en materias de transparencia informativa.

Los mercados de capital riesgo y los mercados de valores donde inversores de distinta naturaleza pueden comprar y vender acciones de las empresas con potencial de crecimiento, ofrecen amplias posibilidades de financiación a las empresas sea cual sea su actividad. Para que la disponibilidad se traduzca en resultados tangibles se requiere al menos: i) que aumente la capacidad de científicos, tecnólogos y gestores para desarrollar desde España proyectos innovadores escalables en mercados globales; ii) que los emprendedores que ponen en marcha estos proyectos accedan a ceder derechos de propiedad y a rendir cuentas al resto de socios capitalistas; iii) que se diferencien correctamente las funciones creativas e innovadoras de las funciones organizativas que aseguren la eficacia en la ejecución y el control de la estrategia, iv) que los mecanismos de control indirecto, i.e. organismos públicos reguladores y supervisores, auditores externos, cumplan con rigor y diligencia sus funciones. La experiencia pasada en España en lo que se refiere a proyectos empresariales impulsados por la financiación a través de capital riesgo y mercados de capitales no es muy alentadora, pero es un buen momento para cambiar de cara al futuro.

4. CONCLUSIÓN

El desendeudamiento de las empresas españolas corrige excesos del periodo de la burbuja concentrados en ámbitos concretos de la economía como son las actividades empresariales en los sectores de inmobiliario y construcción, y empresas pequeñas y de corta edad nacidas muchas ellas al rebufo de la burbuja y sus efectos colaterales, con la recesión afrontan una amenazada su viabilidad económica. Para el resto de la economía el sobre-endeudamiento es derivado del efecto contagio por la recesión general causada por la crisis; la recuperación general de la economía española cuando se absorban los efectos secundarios negativos de la burbuja, debe llevar a estructuras de financiación, niveles de rentabilidad y coste financiero y flujos de inversión en línea con los observados en los años iniciales de la entrada en el euro, excepto por algunos cambios previstos en las condiciones financieras y económicas en las que se desenvolverán las empresas.

Los cambios a los que se alude en el trabajo tienen que ver, en la vertiente financiera, con la nueva regulación de solvencia y de resolución de crisis para los bancos; con los posibles efectos de la reforma fiscal sobre los costes fiscales relativos de la retribución a la deuda y a los fondos propios; con la reforma de las leyes concursales y de reestructuración de la deuda; con la aportación de beneficios retenidos para ampliar la dotación de fondos propios disponibles para la inversión con la recuperación económica. En la vertiente económica se hace hincapié en el cambio en la composición de los activos



estratégicos que afrontan las empresas españolas, en línea con lo que ocurre en las de otros países desarrollados, para avanzar hacia el nuevo modelo económico que no dependa tanto de los salarios para mantener la competitividad internacional.

Con estos cambios, especialmente si se consolida la nueva composición de los activos empresariales con más peso de los activos intangibles, se espera una estructura financiera con más peso de los fondos propios sobre la financiación total, por encima de las ratios según tendencias históricas. El coste ponderado del capital en la nueva estructura podría ser mayor por el aumento previsto en el coste del crédito bancario al reducirse la subvención implícita al coste del pasivo bancario con la nueva regulación, y por los mayores costes de transacción de los fondos propios debido a la naturaleza de los activos y al hecho de que, debido a unos beneficios retenidos insuficientes, una parte de los fondos propios adicionales necesarios para financiar la inversión, se conseguirá a través de ampliaciones de capital. El mayor coste ponderado podría repercutir en una menor inversión, aunque la referencia de una tasa de inversión bruta total del 10% de los activos no financieros (sobre 15% del PIB de la economía) para el conjunto de las sociedades no financieras, nos parece una estimación plausible. De esta inversión, si España quiere parecerse a otros países desarrollados, la mitad será pronto en activos intangibles.

Las características de los activos intangibles complican los mecanismos de acumulación y control sobre su aplicación a las actividades productivas. Parte de esa complicación tiene que ver con la previsión de que buena parte de la acumulación de intangibles se producirá en empresas nuevas y bajo el liderazgo de emprendedores sin experiencia. En estos casos, la financiación externa, y con ella la posibilidad de invertir, sólo será factible si se dispone de mecanismos de gobierno corporativo y estructuras organizativas, con un equilibrio adecuado entre control y gestión, transparencia, rendición de cuentas y participación de los grupos de interés, especialmente los trabajadores, con las que se tiene poca experiencia en nuestro país, pero a cuyo desarrollo habrá que prestar la máxima atención. En este contexto, lo relevante de la estructura financiera, en cuanto a su repercusión sobre el coste del capital y con ello sobre el volumen de inversión, no deriva tanto del impacto de la misma sobre el reparto de los flujos financieros generados, por ejemplo debido a la fiscalidad, sino sobre todo de qué hay detrás de la misma en lo que se refiere a la asignación de derechos de propiedad y decisión y la forma de ejercitar esos derechos. El reto principal para el sostenimiento de la inversión con la composición deseada de mayor peso de los activos intangibles, está en resolver los problemas de información e incentivos que concurren en la función de control sobre el capital que tienen encomendada los mercados y los instrumentos financieros.

BIBLIOGRAFÍA

- Admati, A., DeMarzo, P., Hellwigh, M. y Pfleiderer, P. (2011): «Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is *not* expensive». Stanford University working paper.
- Admati, A. y Hellwigh, M. (2013): *The Bankers' New Clothes*. Princeton University Press. Princeton, NJ.



- Brealey, R. y Myers, S. (2000): *Principles of Corporate Finance*, Boston, Irwin, McGraw Hill.
- Martín Oliver, A., Ruano, S. y Salas Fumás V. (2013): «Banks' equity capital frictions, capital Ratios, and interest rates: Evidence from Spanish banks», *International Journal of Central Banking*, Diciembre,
- Miller, M. (1977): «Debt and taxes». *Journal of Finance* 32. Págs. 261-275.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958): «The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment». *American Economic Review* 48. Págs. 261-297.
- Banco de España (2014) *Informe de la la Central de Balances 2012*, Banco de España, Madrid.
- Banco de España (2014) *Informe Anual, 2013*. Banco de España, Madrid.
- IVIE-Fundación BBVA (2013) *Crecimiento y Competitividad: Los Retos de la Recuperación*, IVIE-Fundación BBVA, Madrid.
- Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2014) *Endeudamiento de las Empresas Españolas en el Contexto Europeo: El Impacto de la Crisis*. Fundación BBVA, Madrid.
- Myers, S., y N. Majluf (1984). «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Salas Fumás, V. (2013) «La financiación externa de la empresa española: Situación actual y perspectivas» *Economía Industrial*, 387, 71-86.
- Salas-Fumás, V. (2014) «Las Sociedades No Financieras en España en la Crisis: Rentabilidad, Inversión y Endeudamiento (Spanish Non-Financial Corporations in the Crisis: Profitability, Investment and Leverage)». Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2436481> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2436481>

B. FINANCIACIÓN BANCARIA



CONDICIONES EN EL ACCESO DE LAS EMPRESAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA: ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA EUROZONA

JOAQUÍN MAUDOS

Universidad de Valencia, Ivie y CUNEF

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los temas que más preocupa en la actualidad y que es prioridad en la agenda de las instituciones europeas es la fragmentación que existe en el mercado financiero europeo. Con el estallido de la crisis a mediados de 2007 y con más intensidad desde el inicio de la crisis de la deuda soberana, se ha producido un retroceso en el grado de integración financiera cuyo exponente más preocupante es la diferencia que existe en el coste del acceso a la financiación entre países (BCE, 2014). Así, los llamados países vulnerables soportan tipos de interés en la financiación muy superiores al resto de países, lo que supone un claro obstáculo de cara a la recuperación tanto del consumo como de la inversión.

Esta fragmentación financiera resta eficacia a la política monetaria del BCE en la medida en la que las variaciones en los tipos de interés de intervención se trasladan con muy distinta intensidad a los tipos de interés bancarios, lo que altera el principal mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios. Y la respuesta más eficaz para luchar contra la fragmentación financiera y restaurar el carácter único de la política monetaria es el proyecto de Unión Bancaria.

La salida de la crisis exige reactivar la inversión de las empresas, que es el principal motor del crecimiento y de la creación de empleo. Uno de los determinantes de la inversión es el coste de uso del capital entre cuyos componentes está el coste de la financiación. Por tanto, en la actualidad, es prioritario que mejoren las condiciones en el acceso a la financiación, sobre todo la bancaria que es con diferencia la más importante en Europa. Y es aún más importante en el caso de las pymes, que representan el 99% de las empresas de la UE y que generan el 66,5% y 58% del empleo y valor añadido, respectivamente.

Las condiciones en el acceso a la financiación no solo incluyen el tipo de interés, sino también otros factores como la exigencia de garantías, el importe de las comisiones pagadas o la disponibilidad o tamaño de líneas de crédito. Estos son aspectos relevantes que deben ser analizados para tener una imagen completa de la importancia de mejorar todos estos aspectos de la financiación para la recuperación de la inversión.



En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas españolas en comparación con otros países de la eurozona. Para ello, se utiliza la rica información que suministra la encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación y que permite analizar la opinión de las propias empresas. Esta opinión se complementa con la de los bancos en la encuesta que también realiza el BCE y que contiene información sobre los criterios que utilizan los bancos para conceder un préstamo bancario.

Además de esta introducción, el artículo se estructura de la forma siguiente. En el apartado 2 se explota la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes en aquellas preguntas que aportan información sobre el crédito bancario. El apartado 3 analiza los criterios de aprobación de los bancos a la hora de conceder un préstamo, comparando la banca española con el resto de países de la eurozona. El apartado 4 aporta información sobre la fragmentación del mercado financiero europeo y sus consecuencias sobre el coste de la financiación. El apartado 5 analiza la evolución reciente del crédito a nuevas operaciones, distinguiendo el destinado a las pymes del de las grandes empresas, así como las expectativas de las empresas sobre la evolución futura de la disponibilidad de crédito. Finalmente, el apartado 6 contiene las conclusiones del artículo.

2. LAS CONDICIONES EN EL ACCESO DE LAS PYMES AL CRÉDITO BANCARIO

«Access to finance of SMEs» es una encuesta semestral que realiza el BCE y que aporta información sobre las condiciones en el acceso de la financiación en los seis meses anteriores al momento en el que se realiza la encuesta. La última publicada en abril de 2014 hace referencia al periodo comprendido entre octubre 2013 y marzo 2014 y contiene información para el promedio de la eurozona y para los siguientes países: Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para algunos de ellos, ofrece información también para las grandes empresas y dentro de las pymes, para las micro, pequeñas y medianas empresas.

La primera pregunta del cuestionario que aporta información sobre las condiciones en el acceso de las pymes a la financiación es aquella en la que las empresas identifican los principales problemas a los que se enfrentan, teniendo que elegir entre los siguientes: encontrar clientes, el acceso a la financiación, los costes de producción, la disponibilidad de personal cualificado o directivos con experiencia, la competencia, la regulación y otros.

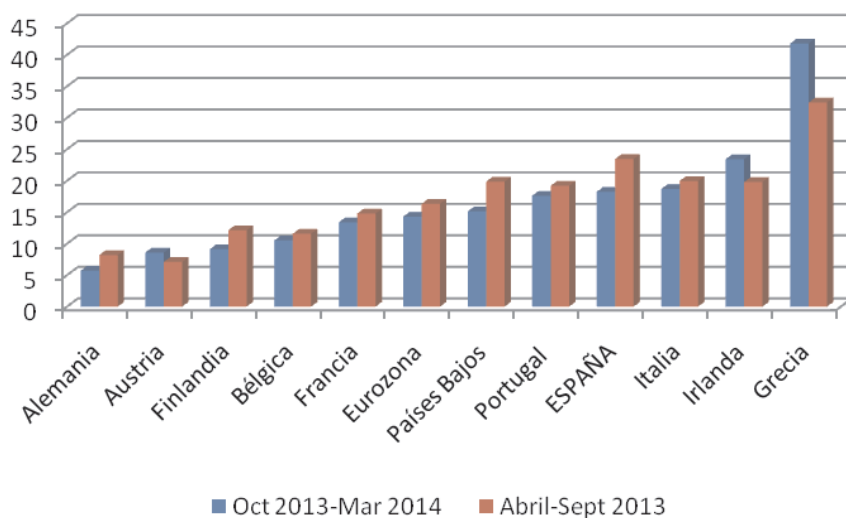
El gráfico 1 muestra el porcentaje de pymes que señalan el acceso a la financiación como su principal problema. En el ranking de países ordenados de menor a mayor, España se sitúa en el puesto 8 de los 11 representados, con un porcentaje del 18,2%, casi 4 puntos porcentuales por encima de la media de la eurozona. Grecia es con diferencia el país cuyas pymes sufren los mayores problemas en el acceso a la financiación, ya que el 42% responden que es su principal problema. En el extremo opuesto se sitúa Alemania, con un porcentaje de solo el 5,7%.

Un rasgo positivo a destacar es que en la eurozona y en la mayoría de sus países, el acceso a la financiación de las pymes ha mejorado en los últimos seis meses, ya que el porcentaje de empresas que señala el acceso a la financiación como su principal problema se



ha reducido en comparación con la anterior encuesta del BCE. Para la media de la eurozona, el porcentaje ha pasado del 16,3% al 14,3%. España es el país en el que más ha caído el porcentaje (5,2 pp. de caída). De hecho, en la anterior encuesta, las pymes españolas eran las segundas con mayor valor del porcentaje, mientras que en la última encuesta son las cuartas. Grecia e Italia son los únicos países en los que ha aumentado el porcentaje de pymes que señalan el acceso a la financiación como su principal problema.

GRÁFICO 1. PORCENTAJE DE PYMES QUE OPINA QUE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN ES SU PRINCIPAL PROBLEMA. RANKING DE PAÍSES DE LA EUROZONA



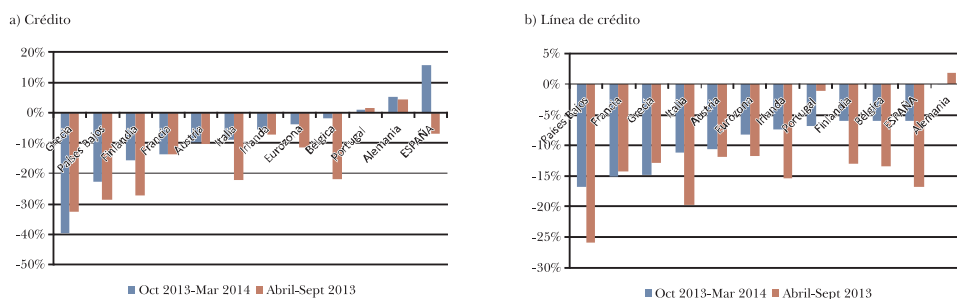
Fuente: BCE.

Otra pregunta de interés en el cuestionario del BCE es si la disponibilidad de financiación ha aumentado o disminuido. En el caso del crédito, el panel a) del gráfico 2 muestra que la opinión de las pymes españolas ha cambiado por completo en la última encuesta, ya que se ha pasado de un porcentaje neto de respuesta (ha aumentado-ha disminuido) del -7% al +16%. El cambio es tal que en el periodo más reciente las pymes españolas encabezan el ranking de países de la eurozona, con un valor del 16%, frente al -4% de la eurozona. De los 11 países para los que se dispone de información, solo en 3 el porcentaje neto de respuestas es positivo, y solo en Grecia el porcentaje negativo en la última encuesta es superior en valor absoluto al de la anterior encuesta. Por tanto, salvo Grecia, en todos los países de la eurozona ha mejorado la situación de disponibilidad de crédito bancario en los últimos seis meses.

En el caso de la disponibilidad de financiación en forma de líneas de crédito, también la situación ha mejorado en los últimos seis meses en España y en el promedio de la eurozona, siendo España el país que ha experimentado la mayor mejora al pasar el

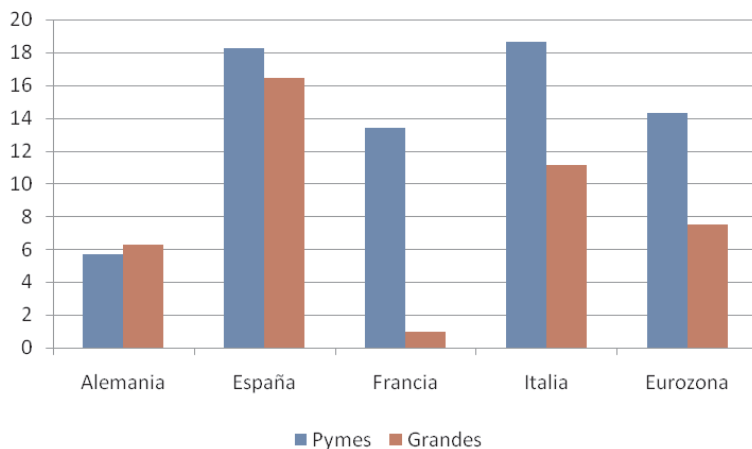
porcentaje de respuesta neta del -17% al -6%. En cualquier caso, al ser negativo, sigue siendo mayor el porcentaje de pymes que opina que la disponibilidad de financiación a través de líneas de crédito ha empeorado. Las pymes españolas son las segundas del ranking de la eurozona con mayor valor del indicador, solo por detrás de las alemanas que son las únicas en las que el porcentaje neto de respuestas no es negativo (el valor es 0). En Francia, Grecia y, con más intensidad, Portugal, ha empeorado la percepción de sus pymes respecto al acceso a las líneas de crédito.

GRÁFICO 2. OPINIÓN DE LAS PYMES SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE FINANCIACIÓN. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS «HA AUMENTADO-DISMINUIDO»



Fuente: BCE.

GRÁFICO 3. PORCENTAJE DE PYMES Y GRANDES EMPRESAS QUE IDENTIFICAN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN COMO SU PRINCIPAL PROBLEMA. OCTUBRE 2013-MARZO 2014



Fuente: BCE.



La encuesta del BCE ofrece el desglose de información para pymes y grandes empresas pero solo para los principales países de la eurozona y para el promedio. Utilizando los datos de la última encuesta disponible, el gráfico 3 muestra que, con la excepción de Alemania, en el resto de países analizados, el porcentaje de pymes que opina que el acceso a la financiación es su principal problema es mayor en comparación con las empresas de mayor tamaño. Para la media de la eurozona, la diferencia es de 7 pp., llegando a ser de 12 pp. en Francia. En España, la diferencia es de solo 2 pp.

La recuperación de la inversión no solo exige que haya financiación, sino que el acceso sea en buenas condiciones de precio. En este contexto, el BCE ofrece información sobre varios aspectos de las condiciones de la financiación: a) el tipo de interés; b) otros costes distintos al tipo de interés; c) la mayor o menor exigencia de garantías; y d) el tamaño del crédito o línea de crédito.

El gráfico 4 muestra la diferencia entre el porcentaje de pymes que opina que ha aumentado el precio, coste, exigencia de garantías o tamaño del crédito, y el porcentaje que opina que ha disminuido. En el caso del tipo de interés, en España el porcentaje neto de respuestas es positivo (31%) y muy superior a la media de pymes de la eurozona (9%), con un valor solo superado por Irlanda (35%), Italia (43%) y Finlandia (47%). En cambio, en Francia (-3%), Bélgica (-7%) y, sobre todo, Alemania (-27%), es superior el porcentaje de empresas que cree que el tipo de interés del préstamo ha caído.

En comparación con la anterior encuesta del BCE, salvo en Francia, en todos los países de la eurozona las empresas perciben una mejora en el coste de la financiación, ya que el porcentaje neto de respuesta aumentado-disminuido ha caído. España, junto con Grecia, es la caída es más intensa, con una reducción de 26 pp en ambos casos. Así, mientras que de abril a septiembre de 2013 la diferencia neta de respuesta de las pymes españolas fue del 58%, de octubre 2013 a marzo 2014 la diferencia es del 31%. En la eurozona, la caída es de 11 pp.

Para el resto de costes financieros distintos al tipo de interés (como las comisiones que las empresas pagan a los bancos), en España también se ha reducido el porcentaje neto de respuestas (en 18 pp), si bien en la última encuesta el valor sigue siendo muy elevado (50%) y 10 pp superior a la media de la eurozona. Un rasgo positivo a destacar es que España es el segundo país de la eurozona donde más ha mejorado la percepción de las empresas sobre los costes financieros distintos al tipo de interés, solo superado por Portugal. En cualquier caso, no hay que olvidar que, pese a la mejora, sigue siendo muy superior el porcentaje de empresas que opina que esos costes están aumentando.

El tercer aspecto de las condiciones de la financiación es si ha mejorado o empeorado el tamaño del préstamo o línea de crédito. En el caso de las pymes españolas, la situación apenas ha variado comparando la dos últimas encuestas del BCE, siendo el porcentaje neto de respuesta negativo del -4% en la última encuesta y del -6% en la anterior. Un valor negativo implica que es mayor el porcentaje de empresas que opina que la cantidad de financiación disponible ha disminuido que el porcentaje que opina que ha aumentado.

Frente al valor negativo de España, en la eurozona el porcentaje neto de respuestas es de +2%, situándose España en el cuarto lugar del ranking de países de la eurozona con un valor negativo superado por Italia, Países Bajos y Grecia. Los valores negativos

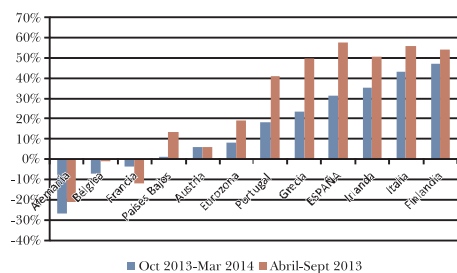


de estos dos último países contrastan por completo con los valores positivos de Alemania (12%) y Finlandia (26%). Salvo en los Países Bajos, en el resto de países la disponibilidad de financiación ha mejorado en los últimos seis meses, destacando sobre todo la mejoría que se ha producido en Irlanda, donde el porcentaje neto de respuesta ha pasado del -15% al +4%.

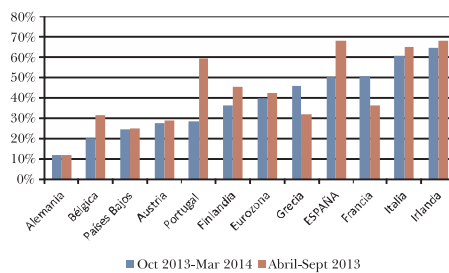
Finalmente, la última de las condiciones de la financiación a analizar es la exigencia de garantías por parte de la banca a la hora de conceder financiación. La comparación internacional muestra que en España el porcentaje neto de respuesta es del 37%, 10 pp superior a la media de la eurozona, valor solo superado por Francia, Finlandia y Grecia. En todos los países el porcentaje neto de respuesta es positivo, lo que implica que es mayor el porcentaje de pymes que opina que la banca exige más garantías que el que opina lo contrario. La comparación con la anterior encuesta del BCE indica que, salvo en Alemania, en el resto de países el porcentaje neto de respuesta ha caído, si bien es importante no olvidar que al ser positivo, implica que sigue predominando la opinión de que la banca cada vez exige aportar más garantías para dar financiación.

GRÁFICO 4. OPINIÓN DE LAS PYMES SOBRE LAS CONDICIONES EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN BANCARIA. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS «HA AUMENTADO-DISMINUIDO»

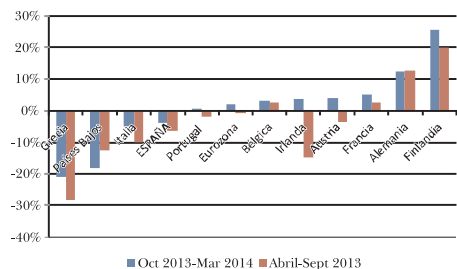
a) Tipos de interés



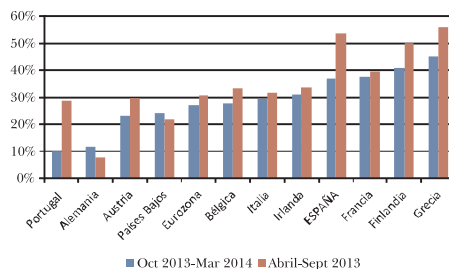
b) Otros costes distintos al tipo de interés



c) Tamaño del préstamo/línea de crédito



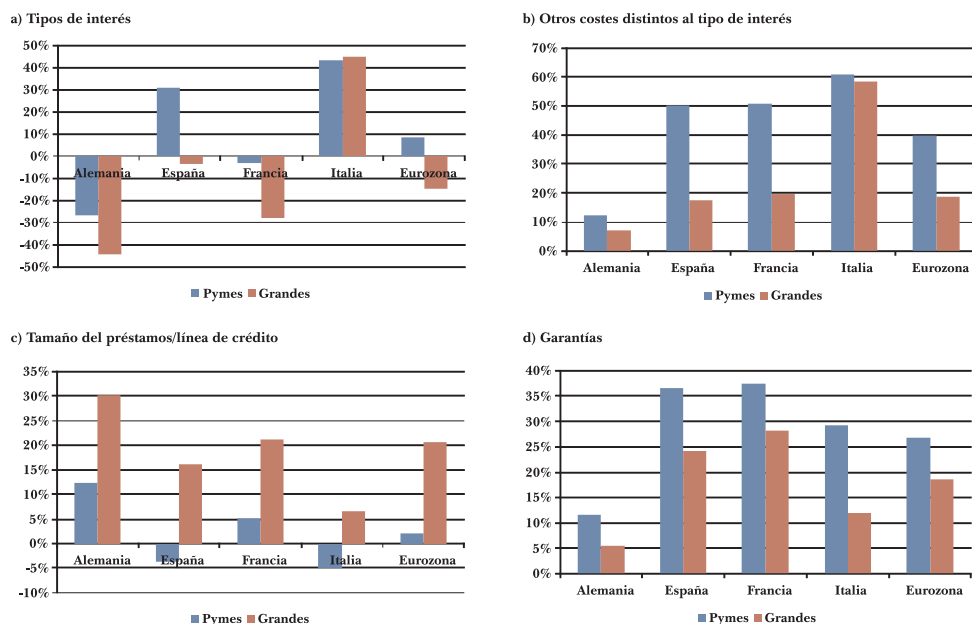
d) Garantías



Fuente: BCE.

La comparación de las condiciones de acceso a la financiación de pymes y grandes empresas (gráfico 5) muestra varios rasgos de interés: a) mientras que en el caso de las pymes de la eurozona predominan las que opinan que los tipos de interés van a aumentar más que a disminuir (con una diferencia de 9 pp., en las grandes empresas es mayor el porcentaje de empresas que cree que los tipos se han reducido, con una diferencia neta de -15 pp. España es el país donde mayor es la diferencia entre grandes y pymes; b) si bien, al igual que las pymes, también en las grandes empresas es mayor el porcentaje que opina que el resto de costes financieros han aumentado, el porcentaje neto de respuesta es el doble en las pymes, siendo la diferencia en España la mayor; c) respecto al tamaño del préstamo o línea de crédito, mientras que en las grandes empresas es muy superior el porcentaje que cree que ha aumentado la cuantía disponible de fondos (con una diferencia de 21 pp), en las pymes la diferencia es de solo 2 pp. En España, contrasta el hecho de que en las pymes es mayor el porcentaje que cree que la cuantía disponible de financiación ha caído, mientras que en las grandes ocurre justo lo contrario; y d) independientemente del tamaño, predominan las empresas que declaran que la banca exige más garantías, aunque en las pymes el porcentaje neto de respuestas es 8 pp. superior. Este es un rasgo común a todos los países.

GRÁFICO 5. DIFERENCIA ENTRE PYMES Y GRANDES EMPRESAS EN SU OPINIÓN SOBRE LAS CONDICIONES EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN BANCARIA. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS «HA AUMENTADO-DISMINUIDO»



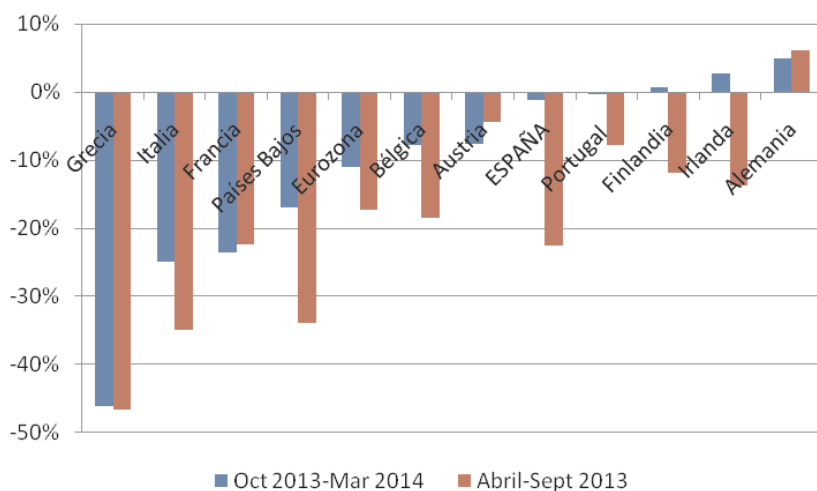
Fuente: BCE.



Una de las preguntas del cuestionario que aporta valiosa información para dirimir si la caída del crédito bancario responde a un problema de falta de demanda solvente (como manifiestan los bancos) o a un problema de oferta es conocer la opinión de las propias empresas sobre la disposición de los bancos a dar crédito. La visión que se desprende del gráfico 6 es que predominan los países en los que es mayor el porcentaje de SME que opina que se ha deteriorado la predisposición de los bancos a dar créditos que el que opina que ha mejorado. En concreto, en el primer grupo están Alemania, Irlanda, Finlandia y Portugal. La información más reciente muestra que el porcentaje neto de respuestas en la eurozona es del -11%, mientras que en España es del -1%. En consecuencia, en términos relativos, las pymes españolas se «quejan» en menor medida que las de la eurozona de la falta de predisposición de la banca a dar crédito.

Si comparamos los resultados de la última encuesta del BCE con la de seis meses antes, España es el país en el que más ha cambiado favorablemente la opinión de las pymes sobre la actitud de los bancos a la hora de dar financiación, ya que el porcentaje neto ha pasado del -23% al -1%. Los datos también muestran que predominan los países en los que ha mejorado la opinión de las empresas acerca del comportamiento de los bancos.

GRÁFICO 6. OPINIÓN DE LAS PYMES SOBRE LA PREDISPOSICIÓN DE LOS BANCOS A DAR CRÉDITO. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS «HA MEJORADO-SE HA DETERIORADO»



Fuente: BCE.

3. CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS A LAS EMPRESAS

Por el lado de la oferta, «Bank lending survey» que trimestralmente publica el BCE, aporta información sobre los criterios que utilizan los bancos para conceder un prés-



tamo bancario y sus factores determinantes, tanto de oferta (capacidad para acceder a la financiación de los mercados, competencia entre bancos, expectativas macroeconómicas, etc.) como de demanda (inversión en capital fijo, en circulante, financiación interna, etc.).

Si bien el BCE ofrece el porcentaje neto de respuestas (obtenido como diferencia entre el porcentaje de bancos que declara que se han endurecido los criterios de aprobación y el que declara que se han relajado), es más riguroso utilizar el llamado índice de difusión, que pondera los distintos grados de intensidad del endurecimiento y relajación de los criterios¹. Un valor positivo del índice implica que es mayor el número de bancos que han endurecido las condiciones, mientras que uno negativo implica lo contrario.

El gráfico 7 representa la evolución del índice de difusión de España y de la eurozona desde que el BCE comenzó a realizar la encuesta. La evolución muestra claramente el impacto de la crisis de mediados de 2007, alcanzándose valores máximos del índice en 2009, después de la quiebra de Lehman Brothers. Desde el estallido de la crisis, en la eurozona el valor del índice siempre ha sido positivo, lo que implica que predomina la opinión de que hay más bancos que endurecen los criterios a la hora de conceder un crédito. La excepción es el último dato disponible referido al primer trimestre de 2014 (la encuesta publicada en abril de ese año), donde el valor del índice es negativo.

En el caso de la banca española, el perfil es parecido al de la media de la eurozona, aunque el valor negativo del índice comienza un trimestre antes (el último de 2013). En consecuencia, tras muchos trimestres en el que la banca ha seguido endureciendo los criterios para dar préstamos, por fin a finales de 2013 los han relajado.

La última información disponible referida al primer trimestre de 2014 sitúa en valores negativos del índice, además de a España, a Portugal, Luxemburgo e Irlanda, habiendo países en los que no han variado los criterios de aprobación y otros en los que se han endurecido².

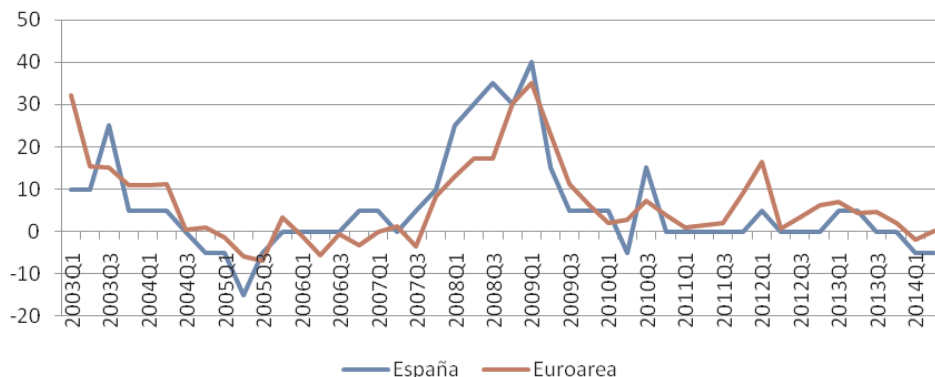
¹ El índice de difusión se construye de la forma siguiente: (porcentaje de bancos que endurece considerablemente los criterios) \times 1 + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) \times $\frac{1}{2}$ (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) \times $\frac{1}{2}$ (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) \times 1.

² Véase un análisis más detallado de los factores que pueden explicar el motivo que explica que la banca endurezca o relaje los criterios de aprobación en Maudos y Fernández de Guevara (2014).

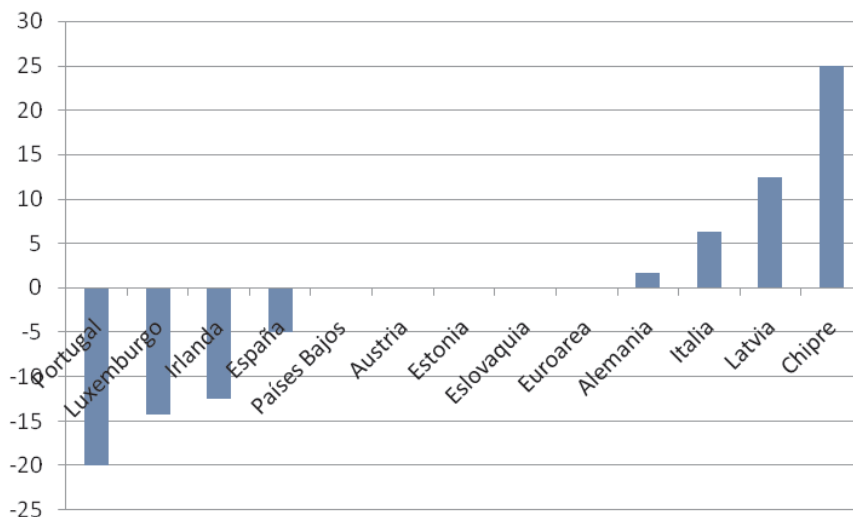


GRÁFICO 7. VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE UN PRÉSTAMO (ÍNDICE DE DIFUSIÓN)

a) Evolución temporal de España y la euro área



b) Primer trimestre de 2014



Fuente: BCE.

4. EL TIPO DE INTERÉS DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA: EL IMPACTO DE LA FRAGMENTACIÓN

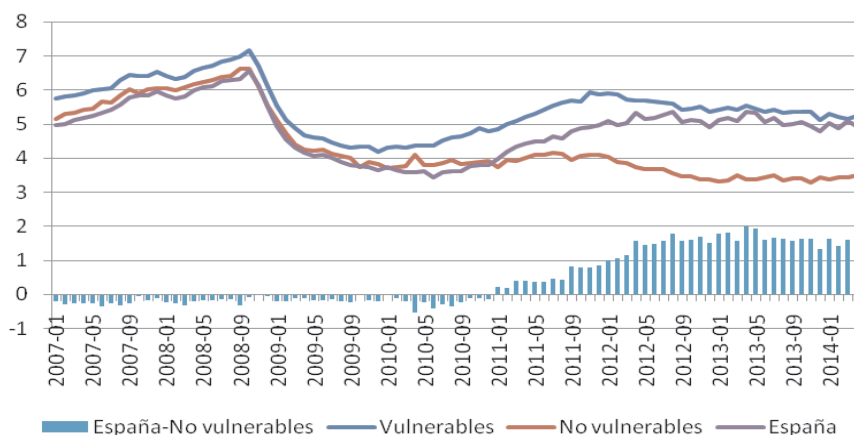
Como se ha comentado en la introducción del artículo, la crisis ha supuesto un retroceso en el grado de integración de los mercados financieros europeos que se intensificó con la crisis de la deuda soberana en 2010. La desconfianza reinante en el mercado y la eleva-



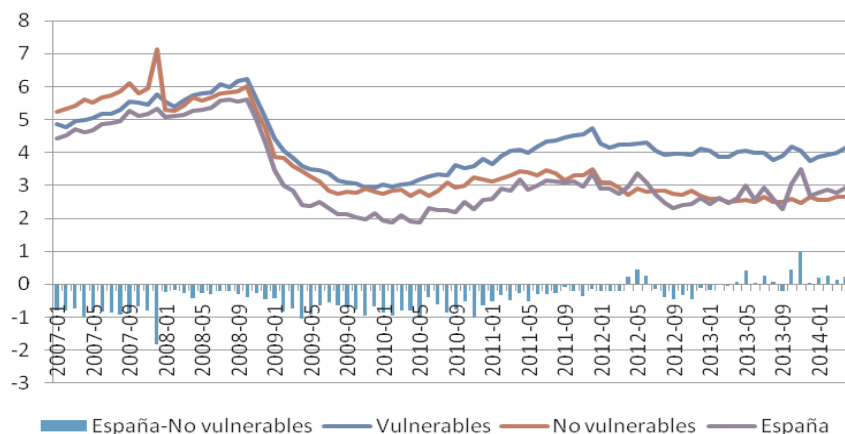
da prima de riesgo de la deuda soberana en algunos países dio lugar a una fragmentación del mercado en el que los países tuvieron condiciones en el acceso a la financiación bien distintas. Unos, los llamados vulnerables, vieron como el aumento de la prima de riesgo de la deuda pública se trasladaba también a la deuda privada, ya que sus bancos tenían dificultades de acceso a la financiación mayorista, lo que hizo que el mayor coste de la financiación se trasladara a los tipos de interés de los préstamos a empresas y familias. En cambio, el resto de países, ha tenido acceso a la financiación en mejores condiciones, por lo que los préstamos bancarios en esos países son a tipos de interés más reducidos.

GRÁFICO 8. TIPO DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS (NUEVAS OPERACIONES) DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (PORCENTAJE)

a) Menos de un millón de euros



b) Más de un millón de euros



Fuente: BCE.



La fragmentación del mercado se ilustra claramente en el gráfico 8 que representa el tipo de interés del crédito nuevo a las sociedades no financieras. Para los préstamos de menos de un millón de euros, la diferencia entre el tipo de interés de los dos grupos de países (vulnerables *vs.* no vulnerables) fue reducida hasta 2009. Pero desde entonces, y con más intensidad a partir de 2010, se ha abierto una brecha entre ambos grupos de países que ha llegado a valores máximos de 230 puntos básicos a principios de 2013. Posteriormente, la brecha se ha reducido, aunque sigue siendo muy elevada en 2014 (184 puntos básicos en abril).

En el caso de España, se ha pasado de una situación en la que la banca prestaba a tipos por debajo de la media de la eurozona e incluso de los países no vulnerables, a otra completamente distinta en la que el sobre coste que paga una pyme española ha llegado a ser de casi 200 puntos básicos en marzo de 2013. La diferencia se ha reducido, pero se sitúa todavía en 145 puntos básicos.

En los préstamos de más de un millón de euros, también se produjo una divergencia en el tipo de interés de los países vulnerables en relación al resto de la eurozona, llegando el diferencial a un máximo de 170 puntos básicos en octubre de 2013. Desde entonces, la brecha se ha reducido ligeramente, y se sitúa en abril de 2014 en 160 puntos básicos, frente a 184 en los préstamos de mayor importe.

El tipo de interés de los préstamos de más de un millón de euros a empresas españolas es relativamente similar a la media de los países no vulnerables, por lo que el sobre coste que tiene lugar en los préstamos de menos de un millón de euros no se reproduce en los de mayor importe. Así, en abril de 2014 una empresa española paga por un préstamo de más de un millón de euros un tipo de interés del 2,92%, frente a un 2,68% en los países no vulnerables y un 2,25% en la eurozona.

Es la fragmentación del mercado de préstamos característicos de las pymes (los de menor importe) la gran preocupación en la agenda comunitaria, como consecuencia de elevado peso que tienen las pymes y su elevada dependencia del crédito bancario. Por tanto, cualquier estrategia de recuperación pasa por mejorar las condiciones de acceso de las pymes a la financiación bancaria, y ello exige la recuperación del terreno perdido en materia de integración financiera. Es la unión bancaria y sus cuatro pilares (*single rule book*, mecanismo único de supervisión, mecanismo único de resolución y esquema de fondo de garantía de depósitos europeo) la solución a la fragmentación financiera y es asimismo condición necesaria para aumentar la eficacia de la política monetaria a través del mecanismo de transmisión de los tipos de interés.

5. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y EXPECTATIVAS FUTURAS SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN

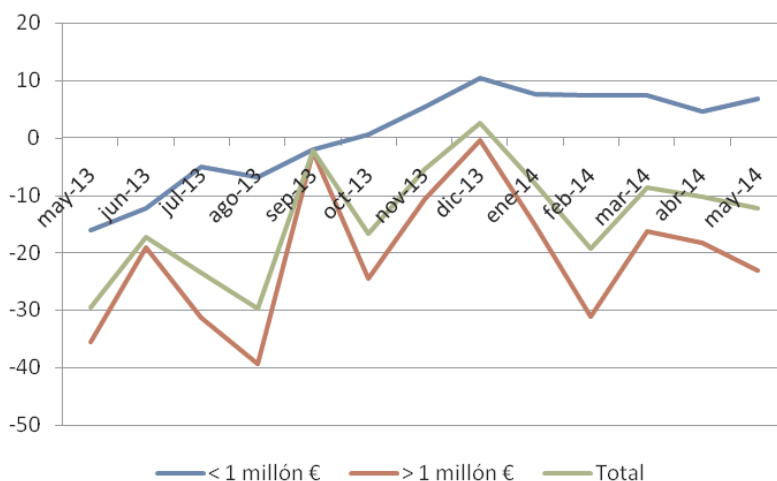
Como se analiza con detalle en otros capítulos de esta monografía, el excesivo nivel de endeudamiento de las empresas españolas ha obligado a realizar un desapalancamiento para corregir el desequilibrio acumulado. La ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras llegó a alcanzar un valor máximo de 144% en 2010, y ha caído en 15 pp. hasta situarse en el 129% a finales de 2013. Dado que gran parte de esa deuda es crédi-

to bancario, es lógico y deseable que se haya producido una importante caída del stock de crédito a las empresas. En concreto, de su valor máximo en marzo de 2009 a marzo de 2014, el crédito a las actividades productivas ha caído un 31%, siendo la reducción de 308.000 millones de euros.

No obstante, lo relevante de cara a la recuperación de la inversión no es tanto la evolución del stock de crédito vivo, sino la evolución del nuevo crédito que financie los nuevos proyectos de inversión. A este respecto, la información que ofrece el Banco de España presenta como limitación que lo que llama operaciones marginales de financiación incluyen las refinanciaciones, lo que desvirtúa la serie. No obstante, los nuevos criterios del Banco de España que deben seguir las entidades de crédito hacen que en los últimos meses la serie esté «limpia» de refinanciaciones, por lo que es de utilidad para analizar la evolución del nuevo crédito.

El gráfico 9 muestra, con datos mensuales, la tasa de crecimiento interanual del crédito a nuevas operaciones desde que la serie es más fiable, distinguiendo las de más y menos de un millón de euros. Para los préstamos de menor importe, desde octubre de 2013 la tasa de crecimiento es positiva, situándose en el promedio del 7% en los primeros meses de 2014 (de enero a mayo). En cambio, para los préstamos de más de un millón de euros, la tasa de crecimiento es negativa y alcanza un valor medio del -21% en 2014. Para el total del préstamo a las empresas, el crecimiento promedio en 2014 es del -12%.

GRÁFICO 9. TASA INTERANUAL DE CRECIMIENTO DEL CRÉDITO NUEVO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (PORCENTAJE)



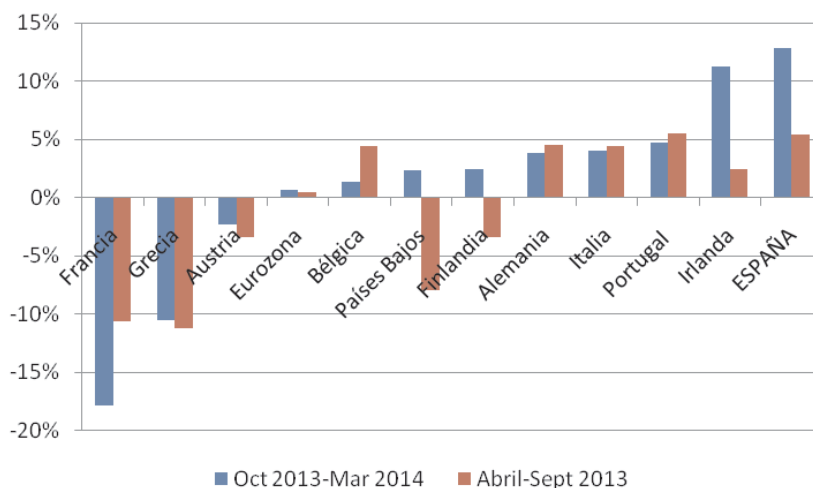
Fuente: Banco de España.

La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, además de aportar información sobre el pasado, también contiene datos sobre las expectativas de las empresas sobre la evolución del acceso a la financiación en los próximos seis meses. Con los datos más

recientes que hacen referencia a la previsión de abril a septiembre de 2014, se produce una ligera mejora en la opinión de las empresas de la eurozona, ya que el porcentaje neto de respuestas es positivo del 1%, frente al 0% de la encuesta anterior. Si bien no se muestra en el gráfico, los datos de semestres anteriores muestran que las expectativas fueron muy pesimistas desde que comenzó a realizarse la encuesta, llegando a porcentajes netos negativos de casi el 15% en 2012. Desde entonces, las expectativas han ido mejorando, hasta situarse el porcentaje neto en un valor positivo en las dos últimas encuestas. En la última disponible, todavía existen tres países (Francia, Grecia y Austria) en los que predominan las expectativas pesimistas respecto al acceso a la financiación al crédito bancario.

El ranking que ofrece el gráfico 10 muestra que España encabeza el ranking en la última encuesta, con un porcentaje neto de respuestas del 13%, frente al 1% del promedio europeo. Este es un rasgo a destacar que muestra el cambio en la opinión de las pymes españolas en el acceso al crédito, que ya se inició en la anterior encuesta (+5%). En general son los países que han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana los que han cambiado favorablemente sus expectativas, algo lógico teniendo en cuenta que en el pasado fueron los más pesimistas como consecuencia de la intensidad de la crisis y sus consecuencias sobre la evolución del crédito y sus condiciones.

GRÁFICO 10. EXPECTATIVAS DE LAS PYMES SOBRE LA DISPONIBILIDAD FUTURA DE CRÉDITO. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS «MEJORARÁ-EMPEORARÁ»



Fuente: Banco de España.

6. CONCLUSIONES

El elevado endeudamiento de las empresas españolas es una rémora para la recuperación de la inversión. Pero además de esta «pesada losa», la recuperación será aún más



lenta si no mejoran las condiciones en el acceso a la financiación, ya que el coste de la financiación es uno de los componentes del coste de uso del capital, siendo este uno de los determinantes de la inversión.

Desde que estallara la crisis y con más intensidad desde la aparición de la crisis de la deuda soberana, el mercado financiero se ha fragmentado, con condiciones de acceso a la financiación bien distintas entre los países vulnerables y no vulnerables. En el primer caso, la elevada prima de riesgo de la deuda soberana se ha trasladado al resto de tipos de interés de la financiación, incluido el tipo de interés del crédito bancario. En este contexto de fragmentación, la respuesta de los tipos de interés bancarios a los tipos de intervención del BCE son distintos por países, lo que altera el supuesto carácter único de la política monetaria.

En este contexto, el objetivo de este artículo ha sido analizar la evolución reciente de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, comparando la situación de las empresas españolas con las de la eurozona. Los principales resultados se resumen en:

- a) En relación a las empresas de la eurozona, un mayor porcentaje de las españolas identifican la dificultad en el acceso a la financiación como su principal problema, si bien la situación ha mejorado en los últimos meses.
- b) Las pymes españolas son las que más han mejorado su opinión respecto a la disponibilidad de crédito, siendo mayor el porcentaje de empresas que cree que ha aumentado que el que opina que ha disminuido.
- c) Sin bien ha mejorado la disponibilidad de financiación, las empresas españolas soportan peores condiciones. Así, la diferencia entre el porcentaje de pymes españolas que opina que la banca ha subido el tipo de interés y el que opina lo contrario es de 31 puntos porcentuales, muy por encima de los 9 pp de la eurozona. En el resto de costes de la financiación, la diferencia en España es de 50 pp, 10 pp superior a la media de la eurozona. También las pymes españolas soportan peores condiciones en términos de la exigencia de más garantías. No obstante, a pesar de seguir empeorando las condiciones, la situación ha mejorado en los últimos meses.
- d) Desde el lado de la oferta, la opinión de los bancos españoles es que tras muchos trimestres de endurecimiento de los criterios para dar crédito, por fin desde finales de 2013 los han relajado.
- e) Los datos muestran que en los últimos meses se está recuperando el crédito nuevo a las pymes, resultado que está en sintonía con el cambio que también perciben las empresas y manifiestan en la encuesta del BCE. Sin embargo, el precio de la financiación bancaria sigue siendo más elevado que la media europea. Parte de ese sobrecoste es lógico como consecuencia del mayor endeudamiento de la empresa española y por el peor contexto macroeconómico. Pero otra parte del sobrecoste puede deberse a la fragmentación del mercado financiero europeo.

La comparación de las condiciones de acceso a la financiación bancaria en función del tamaño de la empresa muestra que las pymes salen peor paradas. En España la diferencia es enorme sobre todo en el tipo de interés del préstamo, siendo uno de los países donde el sobrecoste que pagan las pymes en relación a las grandes empresas es mayor.



REFERENCIAS

Banco Central Europeo (2014). *Financial Integration in Europe*.

Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2014). *Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: el impacto de la crisis*, Fundación BBVA, de próxima aparición.



EL IMPACTO DE LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE
Bangor Business School, Cunef y Funcas
FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ
Universidad de Granada y Funcas

1. INTRODUCCIÓN

Cuando un fenómeno económico es reciente, continúa en parte vivo y sus efectos esperados son, sobre todo de largo plazo, es difícil evaluar su impacto. La reestructuración bancaria en España es un buen ejemplo. Desde 2009, pero con especial intensidad desde 2012 –en el marco de un programa europeo de asistencia financiera de la UE– la reestructuración del sector bancario español ha sido, sin duda, la más intensa de las acontecidas en Europa. Es más, la necesaria adaptación de la capacidad de oferta a la demanda que implican estos procesos continúa casi inédita en Europa, donde la mayor parte del esfuerzo se ha orientado hacia rescates y recapitalizaciones y no tanto a aumentar la eficiencia y adecuar la oferta.

Una de las cuestiones relacionadas con el impacto de estos cambios en la estructura del mercado en España es en qué medida podrán contribuir a aliviar uno de los principales problemas derivados de la crisis financiera en España, la escasez de crédito. Con las precauciones que impone el gran número de interacciones y factores que pueden incidir en esa relación, este capítulo repasa algunos estudios nacionales e internacionales de interés, incluyendo resultados empíricos recientes que pueden, asimismo, arrojar algo de luz sobre los efectos de la reestructuración bancaria en el crédito. En este análisis, se prestará también atención a decisiones recientes de la autoridad monetaria europea que pueden acabar teniendo un impacto colateral en la evolución del crédito en España y otros estados miembros del Euro en el futuro próximo. En particular, la articulación de un sistema de operaciones de financiación programadas orientadas a la facilitación del crédito por parte de las entidades financieras, los *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTRO) anunciados por el Banco Central Europeo.

El capítulo se divide en tres partes que siguen a esta introducción. En el epígrafe 2 se analiza la literatura reciente sobre la relación entre reestructuración bancaria y crédito. Las particularidades del caso español y algunos resultados empíricos recientes de interés se repasan en el epígrafe 3. El epígrafe 4 se centra en los efectos de la política



monetaria y, en particular, de los TLTRO. El capítulo se cierra con un resumen de las principales conclusiones.

2. LAS RELACIONES ENTRE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA Y CRÉDITO

2.1. EL CREDIT CRUNCH DESDE LA PERSPECTIVA EMPRESARIAL: SHOCKS DE OFERTA Y DEMANDA

Cuando la crisis financiera comenzó a manifestarse en el tercer trimestre de 2007, empezó a cundir cierta preocupación por los efectos que las restricciones de liquidez tendrían sobre el crédito, principalmente en Estados Unidos pero, conforme pasó el tiempo, de forma generalizada a ambos lados del Atlántico. El principal foco de desasosiego se refería a las pequeñas y medianas empresas (pyme) en la medida en que, en un amplio conjunto de países, su dependencia del crédito bancario resulta especialmente significativa y las restricciones crediticias (*credit crunch*) comenzaron a ser evidentes.

Ya antes de la crisis, una de las cuestiones más debatidas sobre financiación empresarial en muchos países es la importancia de articular fuentes alternativas de financiación para pymes distintas del crédito. Precisamente este está siendo, no sin dificultades, uno de los objetivos de política económica en un número importante de países que, como España, tratan de relanzar el crecimiento económico sobre la base de una estructura financiera más flexible. Por otro lado, aunque no es el principal objetivo de este capítulo, tampoco puede olvidarse que, en ausencia de crédito, la principal referencia financiera para las pymes es el crédito que éstas se conceden entre sí. Así lo demuestran algunos estudios recientes tanto para antes de la crisis (Demirgüç-Kunt y Maksimovic 2002) como durante la misma (Carbó *et al.*, 2014). Es importante considerar este aspecto porque en repetidas ocasiones se ignora la relevancia de esta fuente de financiación. Así, por ejemplo, en Estados Unidos, el 31,3% del pasivo externo de las pymes corresponde a crédito entre empresas, frente al 37,2% del crédito bancario (Berger y Udell, 1998).

Sea como fuere, la crisis ha traído consigo importantes shocks de oferta, con reducciones drásticas del crédito bancario a empresas documentadas en un amplio número de estudios (como Haas y van Horen 2010; Ivashina y Scharfstein 2010; o Almeida *et al.* 2012). En todo caso, una de las principales dificultades, no del todo resuelta en muchos de esos trabajos, es la distinción de los efectos de oferta de los de demanda ya que, aunque la opinión generalizada es que las entidades financieras han restringido sus préstamos, hay evidencia empírica que sugiere que la demanda se ha retraído en muchos casos en igual o mayor medida (Puri *et al.* 2011, Popov y Udell 2012, Ongena *et al.* 2013, Presbitero *et al.* 2014).

2.2. CRÉDITO Y ESTRUCTURA DE MERCADO: ¿QUÉ VALOR INFORMATIVO CONCEDER A LA CONCENTRACIÓN BANCARIA?

Hay que tener también en cuenta que gran parte de los estudios citados anteriormente se han centrado en la relación entre el crédito bancario y la estabilidad financie-



ra. Este enfoque es, en parte, una manifestación de las preocupaciones más urgentes que surgen para la política económica y monetaria en tales circunstancias y de cómo otras cuestiones, como los efectos de las políticas aplicadas (rescates de entidades, fusiones, ...) pasan a un segundo plano.

Sin embargo, esos actores supuestamente secundarios se antojan fundamentales en el medio y largo plazo. En particular, a medida que un sector bancario se reestructura y se dan procesos de concentración, cambia con ello la oferta y las relaciones competitivas, lo que necesariamente debe tener una incidencia sobre la financiación crediticia. En este sentido, en los estudios que analizan la relación entre la estructura del mercado bancario y la disponibilidad de crédito, el enfoque clásico de organización industrial es el que sostiene que existe una relación positiva entre competencia y disponibilidad de crédito. Sin embargo, en las últimas dos décadas ha surgido un enfoque alternativo, según el cual los efectos de la competencia sobre el crédito dependen de la forma en que se resuelva un problema esencial de información asimétrica (Petersen y Rajan, 1995; Dell'Ariccia y Márquez, 2006). Este enfoque mantiene que los mercados bancarios competitivos podrían debilitar la atención en el componente relacional, al privar a los bancos del incentivo a invertir en información «blanda» o cualitativa. Por consiguiente, según esta argumentación, mercados menos competitivos podrían estar asociados a una mayor disponibilidad de crédito.

Los estudios empíricos no parecen haber llegado a resultados concluyentes sobre qué enfoque es más certero. Gran parte del problema, en todo caso, está en cómo se mide la competencia ya que en un número importante de estudios se mide mediante indicadores de concentración. El razonamiento al uso es que un alto grado de concentración bancaria (una acumulación de cuota de mercado entre pocos competidores) tiene un efecto negativo sobre el crédito. Así, las entidades con mayor poder de mercado pueden hacer valer su posición de dominio para establecer tipos de interés más elevados (Boyd y De Nicoló, 2005), mientras que las entidades de gran tamaño en sistemas bancarios con alta concentración tienen más probabilidades de disfrutar del subsidio implícito del Estado, lo que puede generar distorsión en los incentivos del mercado. Por lo tanto, se suele identificar concentración con competencia, lo que no es muy riguroso. Claessens y Laeven (2005) demuestran que los cambios, como la desregulación y la innovación técnica, han hecho más problemática la definición de los mercados y servicios financieros, y pueden haber relativizado el valor de la concentración como indicador del poder de mercado. Por otro lado, la literatura sobre organización industrial ha argumentado, basándose en premisas teóricas y empíricas, que el índice de Lerner (que se define como la diferencia entre precio y coste marginal dividida por el precio) y otros parámetros de competencia estructurales superan a la concentración como herramienta para medir el poder de mercado (entre otros, Dell'Ariccia, 2001; Beck *et al.*, 2004; o Carbó *et al.*, 2009). Asimismo, la relación entre poder de mercado y concentración, y sus efectos sobre la disponibilidad del crédito, también dependen del ciclo económico. Así, por ejemplo, si la concentración es «demasiado baja», es posible que la competencia sea más intensa durante las fases alcistas, ya que los bancos se esforzarán por aumentar su cuota de mercado y asumirán más riesgo. Esos mismos bancos resultarán especialmente afectados al manifestarse la morosidad durante la fase recesiva, y entonces el sector tenderá hacia una mayor concentración y el flujo de crédito tenderá a reducirse.



Asimismo, hay que tener en cuenta que la competencia en la prestación de servicios financieros se ha vuelto más internacional y transversal entre sectores. Con la fuerte internacionalización de los bancos durante las últimas décadas, la estructura del sector bancario nacional ha pasado a ser tan solo uno de los factores que determinan el entorno competitivo (Demirgüç-Kunt et al., 2004; Claessens y Laeven, 2005). Esta relación podría también verse afectada por las políticas que determinan la contestabilidad de los servicios bancarios prestados (el grado de competencia para una determinada estructura del mercado), como la creación de registros de crédito de los prestatarios; el acceso equitativo a infraestructuras como sistemas de pago y la facilidad con la que los clientes pueden cambiar de una entidad bancaria a otra.

Junto a todas las dificultades técnicas asociadas a la relación entre concentración bancaria y disponibilidad de crédito hay una cuestión adicional que, aun siendo fundamental, no se discute suficientemente, ni siquiera cuando se articulan políticas orientadas a incrementar el crédito. En particular, no importa sólo si la competencia o la concentración bancarias contribuyen o no a aumentar el crédito sino si mejoran o no la calidad del mismo. Desgraciadamente, tampoco existe un consenso académico sobre estas cuestiones. Por un lado, algunos estudios sugieren que la competencia podría inducir a los bancos a asumir más riesgo y esto llevaría a una oferta excesiva de crédito y a disparar los impagos. La idea es que la competencia reduce los márgenes, aumentando la disposición a asumir riesgo (Hellman et al., 2000; Matutes y Vives, 2000; Repullo, 2004). Otros estudios, sin embargo, sugieren que la competencia podría obligar a los bancos a centrarse en mantener su cuota de mercado, en lugar de en evaluar el riesgo de los acreditados actuales (Dell'Ariccia y Márquez, 2006). Algunos trabajos también destacan que la competencia entre los bancos reduce los tipos de interés en la economía, mejorando consiguientemente la seguridad (capacidad de pago) de los deudores y reduciendo el riesgo (Boyd y De Nicolo, 2005).

Desde un punto de vista técnico, tampoco puede pasar inadvertido el hecho de que, en ocasiones, la relación entre competencia bancaria y estabilidad financiera puede ser no-lineal. Algunos estudios muestra que existen una relación en forma de U invertida entre la competencia bancaria y la estabilidad financiera. En particular, aumentar la competencia en sistemas inicialmente monopolísticos aumenta la estabilidad financiera cuando aumenta el crédito pero una competencia elevada puede tornarse desestabilizadora al sacrificar la calidad en favor de la cuota de mercado (Martínez-Miera y Repullo, 2010).

En los trabajos académicos, la competencia se mide a través de los márgenes o la concentración, y la estabilidad viene reflejada por la calidad de los créditos bancarios o la probabilidad de fallidos. Existe evidencia de que la competencia distorsionó la calidad de los préstamos también durante la crisis (Dell'Ariccia et al., 2012). En línea con las predicciones teóricas, una competencia demasiado baja podría amenazar la estabilidad bancaria. Ello tiene que ver básicamente con las distorsiones en los bancos de gran tamaño. A medida que los bancos se hacen más grandes y más diversificados en sus actividades, pueden incrementar los riesgos de sus carteras, o elegir estratégicamente operar con una mayor distancia al impago (De Nicolo, 2000). En todo caso, una mayor competencia resulta beneficiosa –en el sentido estático–, al reducir los costes y aumentar el acceso a la financiación.



Finalmente, las cuestiones institucionales y de diseño de mercado son también importantes para determinar la relación entre los efectos de una reestructuración bancaria y la cantidad y calidad de crédito. Demirgüç-Kunt et al (2013) muestran que dos características asociadas a las reestructuraciones del sector bancario tras la crisis, el aumento de la dimensión de los bancos y la mejora en los mercados de valores, avanzan en paralelo con el crecimiento económico. De forma similar, Bruhn et al. (2013) proponen que en los países que cuentan con barreras de entrada reducidas en el mercado bancario (es decir, existe mayor amenaza de nuevos competidores) hay menos probabilidades de disponer de un registro público de morosidad, supuestamente porque los bancos están menos dispuestos a compartir información interna cuando el riesgo de nuevos entrantes en el mercado es elevado. La evidencia sugiere que la calidad de los créditos bancarios no siempre está garantizada cuando existe concentración en el mercado, en especial, en ausencia de un engranaje institucional sólido (supervisión, regulación,...).

3. EL CASO ESPAÑOL: HECHOS DIFERENCIALES Y ALGUNOS RESULTADOS DE INTERÉS

En este apartado se pretende analizar de forma breve el proceso de reestructuración bancaria en España, puesto que se trata de un fenómeno ampliamente documentado y el propósito de este capítulo es tratar de inferir sus efectos sobre el crédito. Junto a este repaso de los principales acontecimientos que afectan a la reestructuración, se muestran algunos resultados empíricos recientes de interés sobre su impacto en el crédito bancario en España, incluyendo algunas proyecciones.

La referencia institucional fundamental es la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El FROB nació para gestionar los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito y reforzar sus recursos propios, según indicaba el propio Real Decreto-ley 9/2009 que lo reguló. El FROB ha sido el encargado de conducir la reestructuración. Es importante señalar que las actuaciones se han concentrado principalmente, aunque no exclusivamente, en las cajas de ahorros. De las 45 cajas de ahorros, 43 participaron en algún proceso de consolidación. El tamaño medio de las 45 entidades era de 29.440 millones de euros, y en 2013 existían únicamente 12 entidades con unos activos totales medios de 90.830 millones de euros. Precisamente, otro paso importante se dio con el Real Decreto-ley 11/2010, que introdujo un nuevo modelo jurídico para las cajas de ahorros, por el que se les permitía ejercer indirectamente su actividad financiera a través de un banco comercial y mantener su obra social bajo el gráfico de fundaciones de carácter especial. Esta norma también introdujo mejoras en el gobierno corporativo de las cajas de ahorros, como la asignación de un menor peso a la representación de las autoridades públicas en sus órganos de dirección y la profesionalización de los integrantes de estos últimos.

En 2012, la reestructuración había tenido ya avances importantes pero la recapitalización que necesariamente la reforzaría no había sido, hasta aquel momento, significativa. En este sentido, el Real Decreto-ley 2/2012 elevó los requerimientos de capital, situándolos en el 10% para aquellos grupos o entidades con un porcentaje de financia-



ción mayorista superior al 20% y cuyo capital no estuviera suscrito al menos en un 20% por inversores terceros ajenos a la entidad. Igualmente, el Real Decreto-ley 2/2012 estableció un plan de actuación que incluía requerimientos de capital y provisiones adicionales para cubrir el deterioro del balance asociado a los activos en riesgo relacionados con el negocio de promoción inmobiliaria. Además, la Ley 8/2012 exigió mayores coberturas para los créditos sanos relacionados con la financiación de suelo para la promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias. Esta ley también dispuso que los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas inmobiliarias deberían segregarse mediante su aportación obligatoria a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).

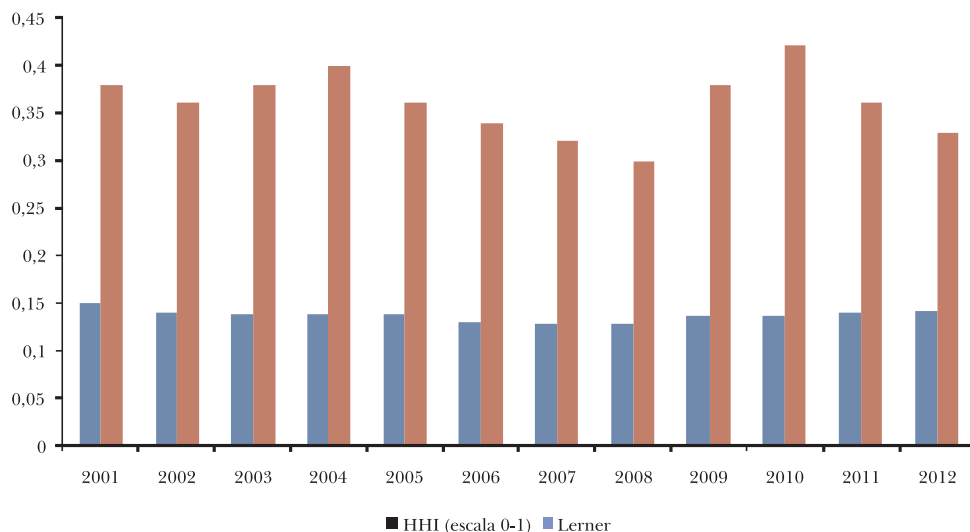
En todo caso, un paso casi definitivo para impulsar la reestructuración del sector bancario español se produjo con el Programa de Asistencia Financiera de la UE. El Memorando de Entendimiento (MoU por sus siglas en inglés) de dicho programa se firmó en julio de 2012 e incluyó planes para la reestructuración y resolución, ejercicios de gestión de instrumentos híbridos y asunción relacionada de pérdidas (*burden sharing*), segregación de activos deteriorados mediante su aportación a la SAREB y las llamadas «condiciones horizontales», como nuevos requisitos de información o una ratio de capital de máxima calidad (Common Equity Tier 1) del 9%. Este programa reconocía que las «fusiones permiten abordar el problema del exceso de capacidad en el sector».

Los efectos de todas las medidas adoptadas sobre la estructura de mercado del sector fueron significativos, sobre todo tras la implementación del MoU. Entre 2009 y 2013, el número de entidades de crédito descendió de 192 a 160. En el caso de las cajas de ahorros, en 2009 existían 45 y en 2013 se habían reducido a 12 grupos. En cuanto al número de sucursales bancarias, pasaron de 44.085 en 2009 a 36.115 en 2013, una reducción acumulada del 13,1%.

Teniendo en cuenta las controvertidas relaciones que la literatura empírica ha señalado entre concentración bancaria, competencia y disponibilidad de crédito, una primera cuestión relevante sería analizar si la consolidación del sector (menos competidores con mayor cuota de mercado) ha afectado de forma significativa a la competencia bancaria en España. Con este propósito, el Gráfico 1 toma una perspectiva de largo plazo y muestra la evolución entre 2000 y 2013 del indicador de concentración de Herfindahl-Hirschman (HHI) y del índice de Lerner. El HHI es una medida sintética de concentración que se calcula como la suma de las cuotas de mercado al cuadrado de los competidores en ese mercado. En cuanto al índice de Lerner, muestra de forma efectiva cómo esos competidores fijan precios respecto a los costes marginales en términos relativos. Es decir, su poder de mercado como el porcentaje en que sus precios son mayores que sus costes marginales. Los costes marginales se estiman mediante una función translogarítmica. Los datos corresponden a las 55 mayores entidades de depósito en España, que representan el 94% del mercado.

Los resultados se muestran en el Gráfico 1 y revelan que no existen una relación definida entre concentración y poder de mercado. Lo que sí parecen mostrar ambos indicadores es que aunque la concentración (HHI) aumentó entre 2009 y 2012 en paralelo a la reestructuración del sector, el poder de mercado (índice de Lerner) no sólo no ha aumentado sino que ha caído durante esos años.

GRÁFICO 1. CONCENTRACIÓN Y PODER DE MERCADO EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL. (2000-2012)



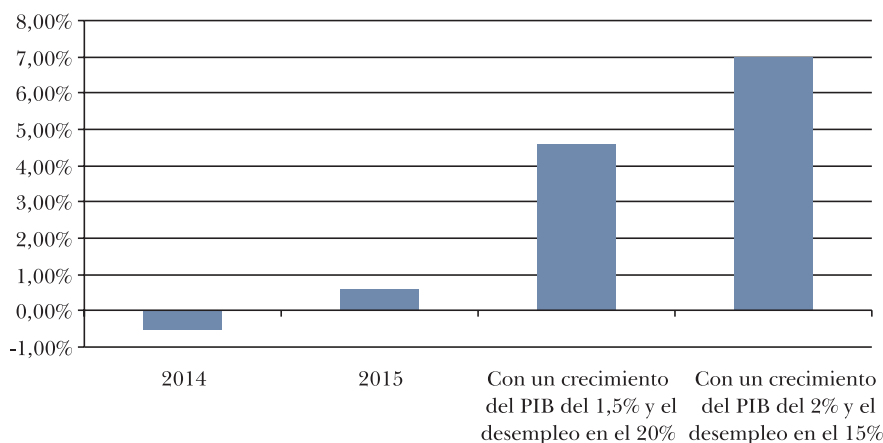
Fuente: AEB, Cecabank, Banco de España y elaboración propia.

Por lo tanto, y con las precauciones oportunas de un análisis tan general, una primera conclusión de interés es que la reestructuración bancaria en España no parece haber sido lesiva para la competencia.

En cuanto a los efectos de la reestructuración sobre el crédito, estos resultan algo más difíciles de medir. En todo caso, tomando como referencia los resultados de un estudio reciente de los autores (Carbó y Rodríguez, 2014), lo que sí cabe esperar es que con el aumento de la concentración el crédito crezca a ritmos inferiores a lo que lo hacía en los años anteriores a la crisis pero la reducción del «efecto cantidad» se vea compensada por un aumento del «efecto calidad», siendo el nivel de riesgo asumido menor y más controlado.

Las estimaciones de Carbó y Rodríguez (2014) se ampliaron, como muestra el Gráfico 2, para estimar qué crecimiento puede esperarse del crédito bancario en España con la estructura competitiva resultante del proceso de reestructuración (menos competidores y más concentración) y en diferentes escenarios económicos. En este sentido, muestran que la expansión interanual del crédito sería aún negativa en 2014 y muy limitada (pero ya positiva) en 2015. Una vez se consolidara la recuperación económica y comenzara a reducirse el desempleo de forma significativa, la tasa de crecimiento anual del crédito podría situarse entre el 4% y el 7%.

GRÁFICO 2. PROYECCIONES SOBRE EL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO (2014-2015)



Fuente: Carbó y Rodríguez (2014) para Funcas.

4. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA: LOS TLTRO

Aunque este capítulo se centra en los efectos de la consolidación del mercado bancario español sobre el crédito, parece oportuno considerar también los posibles efectos adicionales que sobre la financiación crediticia podrían tener las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo el 5 de junio de 2014. En particular, el establecimiento de operaciones programadas de refinanciación a largo plazo (TLTRO por sus siglas en inglés) desde 2014 a 2016 para que la liquidez prestada a los bancos se traslade al crédito, fundamentalmente a empresas, al quedar las hipotecas excluidas de este programa. El propio BCE indicó que estos TLTRO supondrán una inyección de 400.000 millones de euros a la economía real. Sin embargo, el impacto final sólo puede determinarse por el éxito que tenga el mecanismo en sí. En la valoración de este mecanismo cabe valorar que, hasta esa fecha, los LTRO habían sido la válvula de escape para la liquidez bancaria en algunos de los momentos más delicados y de mayor tensión para la moneda única en 2011 y 2012. Se trataba, por lo tanto, de operaciones fuertemente estigmatizadas y se entendía que los bancos que habían acudido a esos LTRO adolecían de cierta fragilidad en su acceso a los mercados. Sin embargo, los TLTRO constituyen una inyección de liquidez en varias fases y en función del esfuerzo de los bancos para prestar al sector privado. Por lo tanto, cabe esperar que estas inyecciones de liquidez no representen un estigma porque lo que son un incentivo que funciona del siguiente modo: en los TLTRO de septiembre y diciembre 2014 podrá inyectarse hasta el 7% de los préstamos existentes al sector privado (excluidas hipotecas). La gran novedad viene, sin embargo, en los TLTRO de 2015 y 2016, en los que, en cada trimestre, cada banco podrá pedir liquidez



que acabe sumando hasta tres veces lo que ese mismo banco haya prestado desde abril de 2014. Y el gran condicionante final del TLTRO: se establecerá un límite mínimo de crédito que los bancos tendrán que prestar para que se les preste. De hecho, si bajan de ese límite deberán devolver rápidamente la liquidez que hayan recibido. Lo que nos lleva a un fin de acto que dejó un mecanismo de transmisión de política monetaria orientado a la economía real.

Gran parte de la atención la concentrarán las primeras operaciones, programadas para el 18 de septiembre y el 11 de diciembre de 2014. Entre los analistas, se espera un efecto significativo de estas medidas en España, si bien también existen dudas comunes a toda Europa, como que se aprovechen tan sólo los primeros TLTRO y la liquidez no vaya al crédito sino a la compra de otros activos como deuda pública. El Cuadro 1 resume algunas expectativas para España:

CUADRO 1. ESTIMACIONES DEL POSIBLE IMPACTO DEL TLTRO SOBRE EL CRÉDITO EN ESPAÑA (MILES DE MILLONES DE EUROS)

	Dos primeros TLTRO	Resto de TLTRO
Crédit Agricole	54	-
UBS	51	120
Natixis	161	

Fuente: *Crédit Agricole (2014), McCallum and Moretti para UBS (2014) y Natixis (2014).*

5. CONCLUSIONES

En este capítulo se estudian las relaciones entre reestructuración bancaria y crédito, con especial referencia a España. En el análisis se combinan las predicciones de un conjunto amplio de estudios y los resultados empíricos de algunas investigaciones recientes para España. Dada su relevancia y las expectativas generadas, también se incluye un análisis del potencial impacto de las operaciones programas de incentivo al crédito (TLTRO) del BCE. Entre las principales conclusiones obtenidas, destacan tres:

– La relación entre reestructuración bancaria (reducción de proveedores, concentración de activos, aumento del tamaño,...) y la provisión de crédito es compleja y depende, entre otras cuestiones, de una correcta distinción entre conceptos como concentración y competencia o cantidad de crédito y calidad del crédito. En el repaso a la literatura sobre estas cuestiones se muestra que gran parte de la falta de consenso al respecto de esta relación se debe, precisamente, a problemas relacionados con la medición de la competencia y con el aspecto del crédito que se quiere analizar (volumen o calidad).

– Si se analiza el caso del sector bancario español, la reestructuración ha sido muy considerable, con una intensidad prácticamente inédita en Europa. Los resultados de algunos estudios recientes sugieren que la nueva estructura de mercado generada en España no ha empeorado la competencia. También, que el crédito no crecerá en los pró-



ximos años a las mismas tasas que lo hizo en el período anterior a la crisis pero sí que será un crédito de mayor calidad.

– En cuanto a las acciones recientes de política monetaria, aunque existe un importante grado de incertidumbre sobre su efectividad, la mayor parte de los analistas coincide en señalar que el crédito aumentará en España de forma muy significativa con los TLTRO, lo que podría tener un efecto positivo sobre la recuperación económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., y S. Weisbenner (2012): «Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis». *Critical Finance Review*, 1: 3-58.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., y V. Maksimovic (2004): «Bank competition, financing obstacles and access to credit». *Journal of Money, Credit and Banking* 36, 627-648.
- Berger, A.N., and Udell, G.F. (1998): «The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.» *Journal of Banking and Finance* 22: 613-673.
- Boyd, J. H., y G. De Nicoló (2005): «The Theory of Bank Risk-taking and Competition Revisited.» *Journal of Finance*, 60: 1329-1343.
- Carbó Valverde S. y F. Rodríguez Fernández (2014): «Reestructuración bancaria, concentración y calidad de los préstamos en España», en Santiago Carbó y otros, *Las claves del crédito bancario tras la crisis*, Estudios de la Fundación nº 67, Funcas, Madrid, págs.13-32.
- Carbó Valverde, S., Rodríguez Fernández, F. and G. Udell (2009). «Bank market power and SME financing constraints», *Review of Finance*, vol. 13, 309-340.
- Carbó Valverde, S., Rodríguez Fernández, F. y G. Udell (2014), Trade credit, the financial crisis, and SME access to finance, *Journal of Money, Credit and Banking*, en prensa.
- Claessens, S. y Laeven, L. (2005): «Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth», *Journal of the European Economic Association* 3, 179-207.
- Crédit Agricole (2014): «ECB: the EUR1trn TLTRO hope», *Eco Focus* nº14/48, julio.
- De Nicolò, G. (2000), «Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective,» International Finance Discussion Paper No. 689, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Dell’Ariccia, G. (2001): «Asymmetric information and the structure of the banking industry», *European Economic Review* 45, 1957-1980.
- Dell’Ariccia, G., y R. Marquez (2006): «Lending Booms and Lending Standards,» *Journal of Finance*, 615, 2511–2546.
- Dell’Ariccia, G., Igan, D. y L. Laeven (2012): «Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market,» *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 442–3, 367–384.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (2002), «Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data.» University of Maryland working paper.



- Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. and R. Levine (2004): «Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation,» *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 363, 593-622.
- Haas, R. de, y I.V. van Horen (2010): «Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries.» *Journal of Financial Intermediation* 19(1): 1-25.
- Hellman, T., Murdock, K. y J. E. Stiglitz (2000), «Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Controls Enough?» *American Economic Review*, Vol. 901, 147-65.
- Ivashina, V. y D. Scharfstein (2010): «Bank lending during the financial crisis of 2008,» *Journal of Financial Economics* 97: 319-338.
- Martinez-Miera, D., y R. Repullo (2010): «Does Competition Reduce the Risk of Bank Failure?» *Review of Financial Studies*, 23, 3638-3664.
- Matutes, C., y X. Vives (2000): «Imperfect Competition, Risk Taking and Regulation in Banking,» *European Economic Review*, 44, 184-216.
- McCallum, J. y G. Moretti (2014): *Finally a Lending Stimulus*, Economist Insights, UBS, julio.
- Natixis (2014): «Impact of TLTRO», Global Economic Research N° 542, julio.
- Ongena, S., A. Popov, y G.F. Udell (2013): «When the Cat's Away the Mice Will Play.» *Journal of Financial Economics*, 108(3), pages 727-750.
- Petersen, M., y R. Rajan (1995): «The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships,» *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, 407-435.
- Popov, A., y G.F. Udell (2012): «Cross-Border Banking, Credit Access, and the Financial Crisis.» *Journal of International Economics* 87: 147-161.
- Presbitero, A., G.F. Udell y A. Zazzaro (2014): «Bank Organizational Structure and the Credit Crunch.» *Journal of Money, Credit and Banking*, 46: 53-85.
- Puri, M., J. Rocholl y S. Steffen (2011): «Global Retail Lending in the Aftermath of the U.S. Financial Crisis: Distinguishing between Supply and Demand Effects.» *Journal of Financial Economics* 100: 556-578.
- Repullo, R. (2004): «Capital Requirement, Market Power, and Risk-Taking in Banking,» *Journal of Financial Intermediation*, 13, 156-82.



EL IMPACTO DE LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA SOBRE LA EVOLUCIÓN Y COSTE DEL CRÉDITO

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS
JOSÉ FÉLIX IZQUIERDO DE LA CRUZ
(BBVA *Research*)

1. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En los últimos años, a raíz del problema de fragmentación del sistema financiero europeo ligado a la crisis del euro, se han identificado los avances hacia la Unión Bancaria como un elemento central para corregir esa fragmentación. Desde el año 2012, estos avances han ido en paralelo con una reducción de las primas de riesgo soberanas, que, sin embargo, apenas se ha trasladado a los diferenciales de coste del crédito entre los países del centro y la periferia del euro. Este artículo pretende analizar, por un lado, en qué medida la reducción de la fragmentación se ha debido a los avances en la Unión Bancaria o a otros factores (en particular a medidas o declaraciones de política monetaria) y, por otro lado, qué factores explican que la reducción de las primas de riesgo apenas se haya trasladado a los diferenciales de coste del crédito. El análisis se centra en España, Italia y Francia. Los resultados señalan (i) que la reducción de la fragmentación ha sido en buena medida resultado de las medidas de política monetaria y (ii) que en España e Italia el recorte de la prima de riesgo soberano no se ha reflejado en el coste del crédito a las empresas debido a que se ha visto contrarrestado por el aumento de la tasa de mora. Sólo en la medida en que la Unión Bancaria termine implantando un auténtico mercado único de servicios financieros, donde las empresas se puedan financiar con bancos con origen en cualquier país de la Eurozona, será posible acabar completamente con los elementos de fragmentación que persisten.

2. EL IMPACTO DE LA UNIÓN BANCARIA: DELIMITACIÓN

Desde el verano de 2012 los avances hacia la Unión Bancaria han sido esenciales para la mejora observada en los indicadores de integración financiera. El gráfico 1 presenta un indicador sintético de fragmentación elaborado por BBVA *Research*, a partir de información sobre diferenciales de la deuda soberana, tipos de interés del crédito a empresas y familias, suministro de liquidez por el Eurosistema y saldos en Target-2. Puede observarse que este indicador, que tomó valores negativos en el periodo inmediatamente anterior a la crisis de Lehman Brothers - seguramente indicativos de un

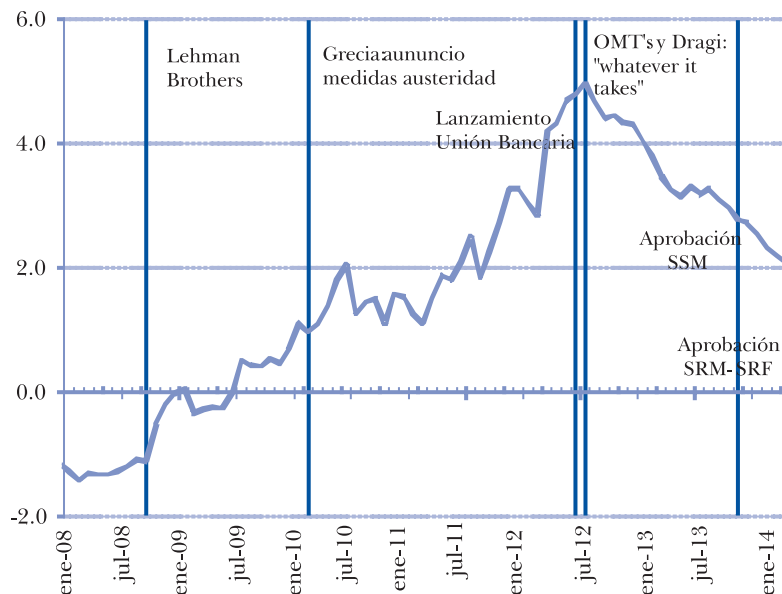


«overshooting» en la convergencia de ciertas primas de riesgo –fue aumentando hasta alcanzar un máximo en el verano de 2012, momento a partir del cual inició un descenso que lo ha situado por debajo de la mitad de su valor máximo.

Sin embargo, los componentes de este índice han registrado evoluciones muy diferentes. En concreto, la reducción de las primas de riesgo soberanas apenas se ha trasladado a los diferenciales en el coste del crédito entre los países del centro y de la periferia del euro, que se han mantenido relativamente elevados, independientemente del tamaño de los préstamos (que se suele utilizar como proxy del tamaño de las empresas).

Conviene tener presente, en primer lugar, que no toda la mejora reciente en el indicador de fragmentación es imputable de manera directa a los avances en la Unión Bancaria.¹ Una parte es resultado de medidas o declaraciones de política monetaria, por ejemplo las famosas declaraciones de Mario Draghi en junio de 2012 en el sentido de que el BCE haría «lo que fuera necesario» para evitar la fragmentación del euro. Estas declaraciones marcaron un punto de inflexión en los diferenciales de la deuda soberana entre los países del núcleo y la periferia de la Eurozona, que a partir de ese momento iniciaron una normalización que los ha situado incluso, en algunos casos, por debajo de los niveles previos a la crisis.

GRÁFICO 1. INDICADOR SINTÉTICO DE FRAGMENTACIÓN FINANCIERA



Fuente: BBVA Research.

¹ Estos avances se concretaron en la aprobación del Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), el Mecanismo Único de Resolución (SRM, por sus siglas en inglés) y el Fondo Único de Resolución (SRE, por sus siglas en inglés).



Tampoco son equivalentes los conceptos de fragmentación, diferenciales soberanos y coste del crédito. No todos los diferenciales soberanos, ni todos los diferenciales en el coste del crédito para empresas del centro y la periferia, son imputables a la fragmentación, sino que una parte tiene que ver con otros determinantes, algunos de ellos relacionados con los fundamentos de las economías europeas.

Por todo lo anterior, a la hora de preguntarnos cuál ha sido el efecto de la Unión Bancaria sobre la evolución y el coste del crédito, es necesario plantearse preguntas como (i) cuál ha sido el impacto de la fragmentación financiera en el coste del crédito y en los spreads soberanos, (ii) en qué medida la fragmentación tiene que ver con la ausencia de Unión Bancaria o con otros problemas (iii) cuál ha sido el efecto de las medidas o anuncios de política monetaria sobre la reducción de la fragmentación en el período más reciente, y (iv) cuál ha sido el impacto de la presión regulatoria en estos años. En este artículo se intenta arrojar luz sobre estas preguntas mediante un ejercicio econométrico centrado en España, Italia y Francia. Los dos primeros países porque presentan problemas similares y el tercero por tomar una referencia de un país del núcleo de la Eurozona.

3. DETERMINANTES DEL COSTE DEL CRÉDITO

Desde 2010, a raíz del estallido de la crisis griega en mayo de 2010, hasta el verano de 2012, los tipos de crédito se vieron presionados al alza por la influencia del riesgo soberano² debido al perverso bucle con el riesgo bancario. Sin embargo, desde el verano de 2012 la prima de riesgo de la deuda soberana se ha reducido considerablemente, sobre todo en los países periféricos. En este último periodo los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito se han mantenido bastante estables, mientras los tipos de referencia se han reducido (véase Cuadro 1).

CUADRO 1. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Medias mensuales	Tipo referencia BCE	Euribor 12m	Tipo soberano 10a Ale	Prima riesgo Esp-Ale	Prima riesgo Ita-Ale	Prima riesgo Fra-Ale	Tipos crédito Empresas. Más de 1 millón.			Tipos crédito Empresas. Hasta 1 millón.		
	%	%	%	p.b.	p.b.	p.b.	España	Italia	Francia	España	Italia	Francia
							AAPR%	AAPR%	AAPR%	AAPR%	AAPR%	AAPR%
dic-11	1,10	2,00	1,99	352	482	117	3,81	4,18	3,29	5,02	4,98	3,94
Jul-12	0,83	1,06	1,45	535	455	83	3,53	3,59	2,64	5,29	4,67	3,52
dic-12	0,75	0,55	1,38	396	316	63	3,35	3,65	2,30	4,93	4,43	3,03
Jul-13	0,50	0,53	1,56	311	286	69	3,75	3,52	2,28	5,20	4,39	2,84
dic-13	0,25	0,54	1,80	233	231	53	3,34	3,47	2,33	4,83	4,36	2,87
Mar-14	0,25	0,58	1,51	180	189	64	3,68	3,45	2,32	5,06	4,20	2,86
Promedio jul.12-mar-14	0,52	0,65	1,54	331	295	66	3,53	3,54	2,37	5,06	4,41	3,02
Desviación típica	0,27	0,23	0,16	140	102	11	0,19	0,08	0,15	0,19	0,17	0,29

AAPR: «Annualized Average Percentage Rate»

Fuente: BdE, BCE, Haver y BBVA Research.

² Véase «¿Cómo se forman los tipos de crédito en los países de la UEM?»

<https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/observatorio-sistemas-financieros-como-se-forman-los-tipos-de-carteras-de-credito-en-los-paises-de-la-uem/>



En el conjunto del periodo las únicas variables que no han dejado de deteriorarse han sido la calidad crediticia y el riesgo de crédito del sistema. Analizaremos la influencia del riesgo de crédito en la formación de los tipos de interés de los préstamos y tomaremos como referencia el sector de empresas, que en estos momentos es clave para consolidar la incipiente recuperación económica, sobre todo en su vertiente de PYMES.

El análisis constata la influencia que ha tenido el deterioro de la calidad de la cartera de empresas en la resistencia a la baja que se ha observado en los tipos del crédito en el último año y medio, tal que estos últimos se han visto impulsados a razón de unos 10 puntos básicos (p.b.) por cada punto porcentual de tasa de mora en esta cartera para España y del doble, 20 p.b. para el caso italiano. Las estimaciones son bastantes consistentes al recoger perfectamente la tendencia de los tipos de crédito desde el inicio de la crisis de deuda soberana hasta los primeros meses de 2014. En estos últimos meses, se ha observado lo que parece un cambio de tendencia en la tasa de mora del sistema financiero español, al registrarse las primeras caídas de los saldos totales de créditos morosos, que también se han extendido a la cartera de empresas. Así pues, es de esperar que el coste del crédito empiece a recoger las mejoras en la tasa de mora en el futuro próximo.

En la formación de los tipos de activo de las entidades de crédito intervienen distintos conceptos: a) el tipo de interés sin riesgo, asociado al coste oficial del dinero que ofrece la autoridad monetaria, b) el coste de financiación, asociado al coste marginal de la principal fuente de financiación, y el riesgo país asociado al riesgo soberano, c) el coste del riesgo de crédito, d) el coste operacional, e) las comisiones y f) el margen.

Como no se dispone de series fiables que sinteticen todos estos factores, estimamos modelos del tipo de mecanismo de corrección del error (MCE) cuya estructura de largo plazo es la siguiente:

$$\text{Tipo crédito empresas}_t = \text{constante} + \beta_1 \text{tof}_t + \beta_2 \text{spr12m}_t + \beta_3 \text{spr_uem}_t + \beta_4 \text{spr_sob}_t + \beta_5 \text{tme}_t [1]$$

donde, β_1 será la sensibilidad del coste del crédito a empresas respecto a los tipos oficiales (tof) de la política monetaria del BCE, β_2 la sensibilidad al coste marginal de financiación interbancaria, ($\text{spr12m} = \text{euribor12m} - \text{tof}$), β_3 la sensibilidad a la referencia de financiación teórica común de más largo plazo ($\text{spr_uem} = \text{tipos largos UEMP} - \text{euribor12m}$) de una supuesta unión monetaria perfecta³, β_4 la sensibilidad de financiación específica de largo plazo de cada país ($\text{spr_sob} = \text{tipos largos país} - \text{tipos largos UEMP}$), β_5 la sensibilidad del riesgo de crédito aproximada por la tasa de mora de empresas⁴

³ La UEM no es un espacio monetario perfecto y el riesgo soberano específico de cada país se ha convertido en un factor determinante a la hora de discriminar el precio y la facilidad de financiación de cada país a partir de la primavera de 2010. Así, los países del núcleo y norte de Europa han reducido su riesgo soberano por debajo de lo que les correspondería, y los países periféricos han visto aumentar significativamente sus costes y disminuir su acceso a la financiación (véase anexo para una explicación más detallada).

⁴ La tasa de mora de la cartera de empresas se dispone con periodicidad trimestral para España y Francia, por lo que se ha procedido a interpolar mensualmente, tomando como indicador la tasa de mora del total de crédito al sector privado que si está disponible mensualmente para el caso de España. Además, para España ha sido necesario corregir el efecto del traspaso de activos a SAREB.



(tme), y la constante intentará recoger el resto de los aspectos, que relacionamos con la política comercial de las entidades financieras. Así, hemos englobado todos los aspectos de la política comercial y de riesgo operacional en el término constante de la ecuación, lo que implica el supuesto de que éste permanecería estable a largo plazo. No obstante, ha habido cambios en la política comercial desde 2003, lo que resulta especialmente evidente a partir de la crisis financiera iniciada en verano de 2007. Hemos incorporado en el término de corto plazo de la ecuación, variables que recogen alguna característica específica de cada cartera y ha sido necesario corregir el cambio metodológico que supuso en junio de 2010 la entrada del Reglamento de la Comisión Europea 290/2009 y que atañe a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los productos de crédito y depósitos.

El gráfico 2 presenta la evolución de los tipos de interés de los dos principales componentes de la cartera de empresas (hasta 1 millón y más de 1 millón de euros) para el periodo de análisis de enero 2003 a marzo 2014, para España, Italia y Francia. Puede observarse cómo, para el caso español, los créditos hasta 1 millón de euros (los asociados a PYMES) empezaron a encarecerse relativamente a los de más de 1 millón, en una primera fase, a partir de la crisis financiera de Lehman (finales de 2008), y en una segunda fase, con la evolución de la crisis de deuda soberana (2010-mediados 2012). También puede advertirse que desde 2012 los tipos de hasta 1 millón se han mantenido prácticamente estables alrededor del 5%, con una ligera tendencia decreciente. Por otro lado, los tipos de más de 1 millón, tras un descenso en la segunda parte de 2012 hasta el 2,3%, han mantenido una ligera tendencia al alza con alta volatilidad durante 2013 que los ha llevado cerca del 3%. La historia es similar para el caso italiano (gráfico 2), si bien el pico máximo de los tipos hasta un millón en la fase de crisis se alcanzó a finales de 2011 (el 5%), retrocediendo posteriormente hasta un nivel actual de en torno al 4,3%. Los de más de 1 millón presentan una evolución similar pero en niveles inferiores, y se han mantenido prácticamente constantes alrededor del 3% desde principios de 2012. Para el caso francés, la evolución de los tipos de interés ha sido mucho más suave y en niveles inferiores, si bien se observa también un máximo a finales de 2011, momento a partir del cual se estabilizaron los tipos hasta 1 millón en el 3% y los de más de 1 millón en el 2%.

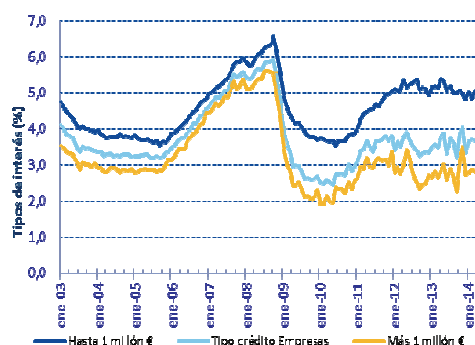
El gráfico 3 pone en contexto la evolución de los tipos de interés de crédito a empresas con sus principales referencias y determinantes. Así, en el gráfico puede advertirse cómo la prima de riesgo española y la tasa de mora del crédito a las sociedades no financieras (SNF) empezaron a evolucionar al alza de forma simultánea desde mediados de 2008 y hasta el verano de 2012, en que la prima de riesgo alcanzó su cénit. Hasta este momento era difícil cuantificar qué parte de la evolución de los tipos era debida al deterioro de la calidad de la cartera y qué parte era debida a la presión de la prima de riesgo, por la escasez de muestra. A partir de entonces evolucionaron de forma contrapuesta, la prima de riesgo a la baja y la tasa de mora al alza hasta su máximo a finales de 2013. Para el caso italiano, la prima de riesgo empezó a aumentar a mediados de 2008, mientras la tasa de mora tocaba mínimos a principios de 2009, momento a partir del cual ambas variables evolucionan al alza hasta finales de 2011. En este punto la prima de riesgo alcanza su máximo y, tras el repunte del verano de 2012, empieza a descender progresivamente hasta el presente. En ese mismo periodo la tasa de mora prosigue su deterioro hasta alcanzar el 14% en marzo de 2014. En el caso francés los tipos de interés del crédito parece que se han movido en consonancia más con los tipos del tramo corto



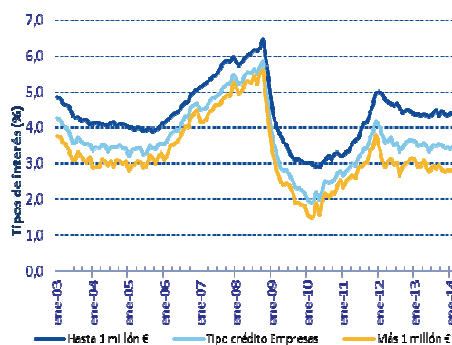
de la curva (el del BCE y el Euribor 12m) que con los movimientos de los tramos largos. La tasa de mora de empresas no ha presentado una tendencia al alza tan acusada como en España e Italia, sino que ha tenido más oscilaciones, desde el inicio de la crisis, entre el 3% y el 4,5%, y con una clara relación negativa con los tipos del crédito.

GRÁFICO 2. TIPOS DE INTERÉS DE CRÉDITO A EMPRESAS. NUEVAS OPERACIONES. PORCENTAJE

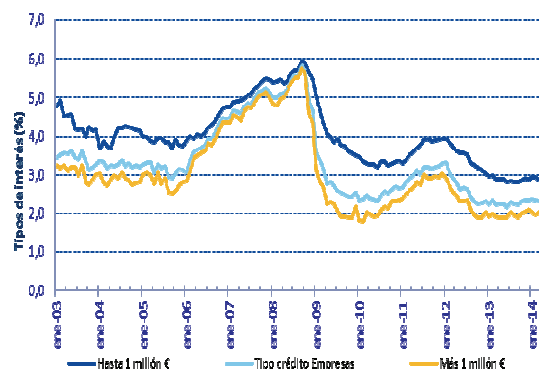
a) España



b) Italia



c) Francia

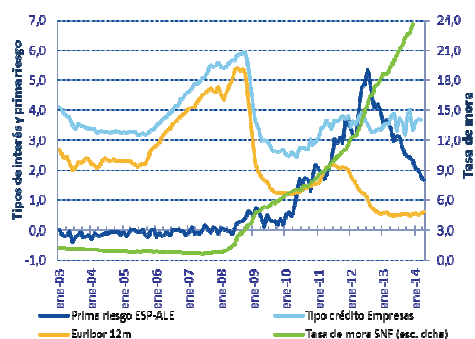


Fuente: BCE.

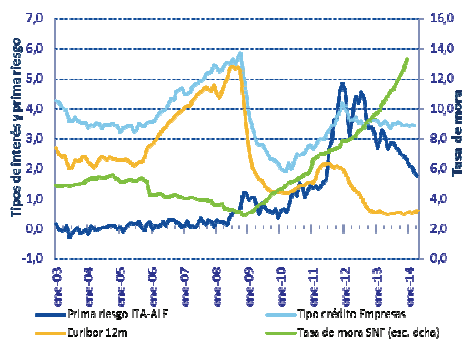


GRÁFICO 3. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS Y SUS REFERENCIAS

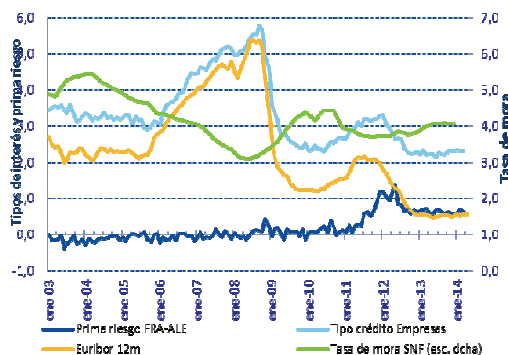
a) España



b) Italia



c) Francia

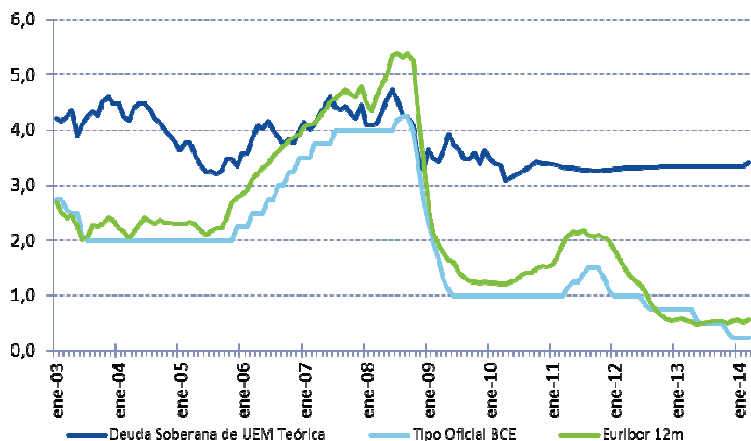


Fuente: BCE, BdE, Bdl, BdF, BBVA Research.

El gráfico 4 muestra los tipos básicos de referencia: el tipo oficial del BCE, el Euribor a 12 meses y el tipo de referencia o benchmark de la deuda soberana de una hipotética Unión Monetaria integrada. Como hemos señalado anteriormente, esta última serie se corresponde con la deuda soberana a 10 años de Alemania, a la que le hemos añadido a partir de la primavera de 2010 una estimación de los factores subyacentes de medio y largo plazo, a fin de estimar la prima que está experimentando la deuda alemana por la huida hacia la calidad y la seguridad. Puede advertirse la tendencia decreciente del tipo oficial y del Euribor desde la crisis de Lehman en 2008, con un pequeño rebote en 2011, alcanzando mínimos históricos a finales de 2013 y principios de 2014, en tanto que el tipo de la deuda de una teórica Unión Monetaria Integrada habría permanecido bastante estable alrededor del 3,5%.



GRÁFICO 4. TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA, PORCENTAJES



Fuente: BCE, Haver y BBVA Research.

4. TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El cuadro 2 muestra las estimaciones de los distintos factores de largo plazo que inciden en la formación de los precios de las carteras de activo de empresas de las entidades financieras residentes en España, Italia y Francia en base a la ecuación [1] para el periodo enero 2003 a marzo 2014. Cabe señalar que todas las estimaciones son claramente significativamente distintas de cero a los niveles estándar de significación del 5%, salvo las expresamente señaladas como ‘—’, que son claramente no significativamente distintas de cero y, por tanto, eliminadas del término de largo plazo de la ecuación.

CUADRO 2. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS. MULTIPLICADORES DE LARGO PLAZO

Multiplicadores de largo plazo	España						Italia						Francia					
	Total	Hasta 1	Más 1	Total	Hasta 1	Más 1	Total	Hasta 1	Más 1	Total	Hasta 1	Más 1						
	Lag	millón	Lag	millón	Lag	Lag	millón	Lag	millón	Lag	millón	Lag	millón	Lag				
Polt. Comercial	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,35	--	0,50	--	1,46	--	--	--		
Tipo Oficial	1,26	0	1,37	0	1,19	0	1,10	0	1,25	0	1,10	0	1,06	0	0,80	0	1,12	0
Spread Euribor 12m	0,66	0	0,83	0	0,58	0	--	--	--	--	0,21	0	0,74	0	1,28	0	0,89	0
Spread UEM	0,25	2	0,41	2	0,13	1	--	--	0,17	1	--	--	0,24	2	0,30	3	0,22	2
Spread Soberano	0,14	1	0,70	2	0,06	1	0,41	1	0,68	1	0,29	1	--	--	--	--	-0,23	1
Tasa Mora Empresas	0,11	4	0,12	3	0,09	4	0,22	2	0,22	2	0,20	1	--	--	--	--	--	--
Periodo ajuste (meses)	2,9		7,3		1,9		4,6		6,0		3,1		2,7		4,7		2,4	

Fuente: BBVA Research.

Cabe señalar que los resultados del sintético (Total) de cada país son un ponderado de los resultados de las carteras (Hasta 1 millón y Más de 1 millón), por lo que puede haber efectos no significativos debido a los resultados en alguna de las variables de las carteras, por ejem-



plo en Italia y Francia, por lo que en general haremos principalmente referencia a los resultados distinguiendo entre ambas carteras, por encima o por debajo de un millón de euros.

Por un lado, podemos observar que para casi todas las categorías no se estima un término específico de política comercial, salvo para los créditos de más de 1 millón en Italia, que además es negativo, rebajando los efectos del resto de variables, y para los de hasta 1 millón en Francia, que añade hasta 1,46 puntos porcentuales al resto de impactos.

El multiplicador de los tipos oficiales del BCE es superior a la unidad en todos los casos salvo para los tipos de las PYMES en Francia, por lo que es posible que los términos comerciales, que no aparecen, estén incorporados en este multiplicador.

Cabe resaltar la dispersión de los multiplicadores a las primas de riesgo soberano que muestra un rango entre 0,7 a 0,1 para las carteras españolas e italianas de PYMES y de grandes empresas. Así, las carteras a PYMES en España e Italia son igual de sensibles a la prima de riesgo con un multiplicador de 0,7, mientras para las carteras de grandes empresas en España es de 0,06 y para Francia de casi cinco veces más, el 0,29. Otra forma de verlo es que la cartera a PYMES en España es once veces (0,7/0,06) más sensible que las de las corporaciones a la prima de riesgo, mientras que para las carteras italianas esta sensibilidad es algo más de 2 veces (0,68/0,29).

Y por último, la proxi del riesgo de crédito medido a partir de la tasa de morosidad de empresas tiene efectos de largo plazo en las carteras españolas e italianas pero no en las francesas⁵. Los multiplicadores señalan una sensibilidad bastante similar independientemente de la cuantía del crédito solicitado, alrededor de 0,1 por cada punto de mora para el caso español y del doble, 0,2 para el caso italiano, lo que se entendería como que las entidades residentes en cada país imputan el mismo riesgo a los precios independientemente de la cantidad de crédito solicitado.

Otro aspecto que puede ser interesante es que las referencias a los distintos tramos de la curva de tipos tienen efectos contemporáneos o retrasados un mes, mientras la calidad de las carteras de crédito tienen efectos rezagados de 1 a 4 meses en Italia y España respectivamente.

En resumen, las estimaciones muestran una importante disparidad en la transmisión de la política monetaria a los precios de los créditos tanto en multiplicadores como en referencias a los distintos tramos de la curva de tipos y que en los sistemas financieros español e italiano la calidad de los activos está afectando a la resistencia a la baja de los tipos de crédito.

5. CONSISTENCIA DE LAS ESTIMACIONES

Una forma sencilla de observar si estos determinantes explican la evolución de los últimos años de los tipos de interés del préstamo a las empresas es utilizar estas estimaciones, situarnos un tiempo atrás, lanzar una proyección hasta el momento actual y observar su comportamiento respecto a las observaciones. Nos situaremos en julio de 2010, momento tras la intervención a Grecia y en que la prima de riesgo empieza a subir con fuerza junto a

⁵ Aunque sí se ha detectado en los términos de corto plazo.

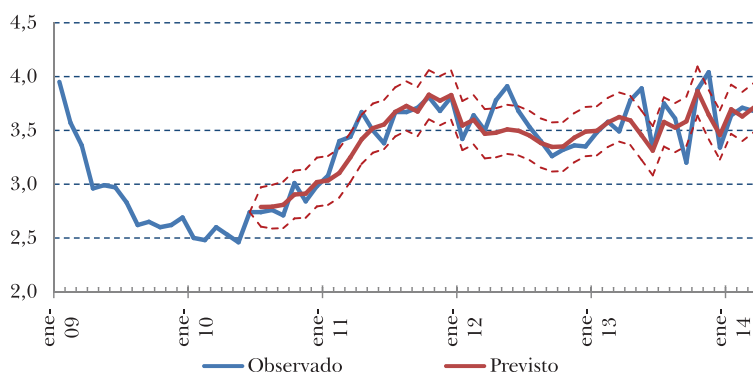


la tasa de mora en España e Italia, y lanzaremos una proyección hasta marzo 2014, y calculando también las bandas de confianza al 95% de probabilidad (+/- 1,96 desviación típica) con el fin de ver si las observaciones están contenidas en ellas y determinar si, en términos generales, las estimaciones reflejan lo ocurrido. El motivo de no reestimar el modelo hasta julio 2010 es la colinealidad de evoluciones de la tasa de riesgo y tasa de mora hasta mediados de 2012 que, como ya comentamos anteriormente, dificulta la obtención de estimaciones precisas de los multiplicadores al carecer de un tamaño de muestra suficiente. Al utilizar las estimaciones con todo el periodo, se disminuyen los sesgos entre ambos multiplicadores, ya que desde mediados de 2012 las evoluciones son completamente dispares.

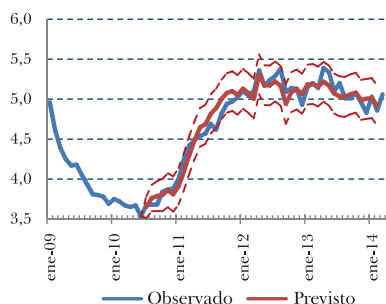
El gráfico 5 muestra el comportamiento de las proyecciones de las carteras de los tipos de crédito a empresas para España, que parecen estar bastante centradas respecto a lo registrado teniendo en cuenta sus bandas de confianza, salvo en algunos meses puntuales en los inicios de 2011, primavera de 2012 y algunos meses de 2013, cuando aumenta sensiblemente su volatilidad con carácter transitorio, pero sin que se observe un sesgo sistemático.

GRÁFICO 5. ESPAÑA. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS (%). PROYECCIÓN E INTERVALOS DE CONFIANZA (+/- 1,96 DESVIACIÓN TÍPICA)

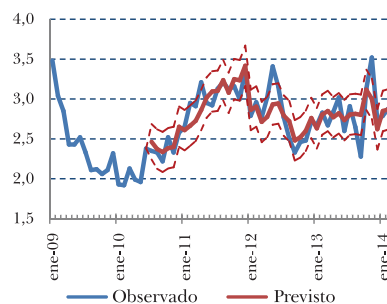
a) Total



b) Hasta 1 millón 1



c) Más 1 millón 1



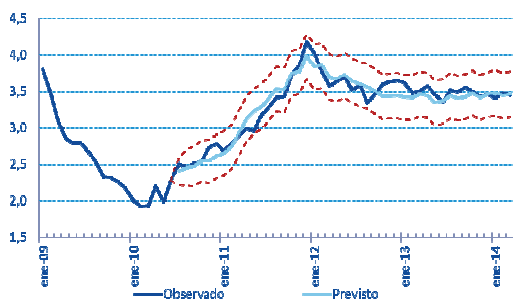
Fuente: BBVA Research.



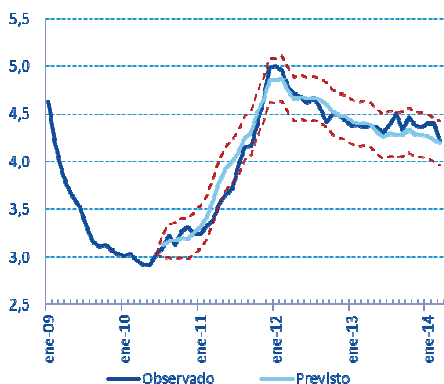
El gráfico 6 muestra el comportamiento de las proyecciones de las carteras los tipos de crédito a empresas para Italia y al igual que en el caso español, las proyecciones están perfectamente centradas en bandas, sin observarse sesgos sistemáticos, salvo algunos meses puntuales de 2011 y al final de 2013 y comienzos de 2014 en la cartera asociada a PYMES.

GRÁFICO 6. ITALIA. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS (%). PROYECCIÓN E INTERVALOS DE CONFIANZA (+/- 1,96 DESVIACIÓN TÍPICA)

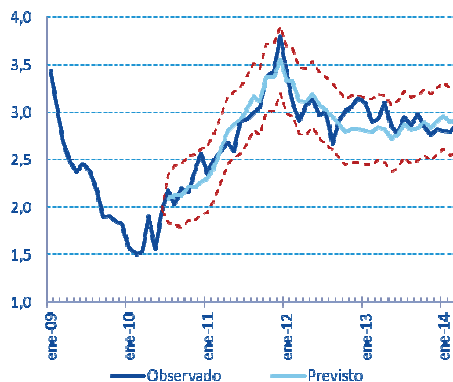
a) Total



b) Hasta 1 millón €



c) Más 1 millón €

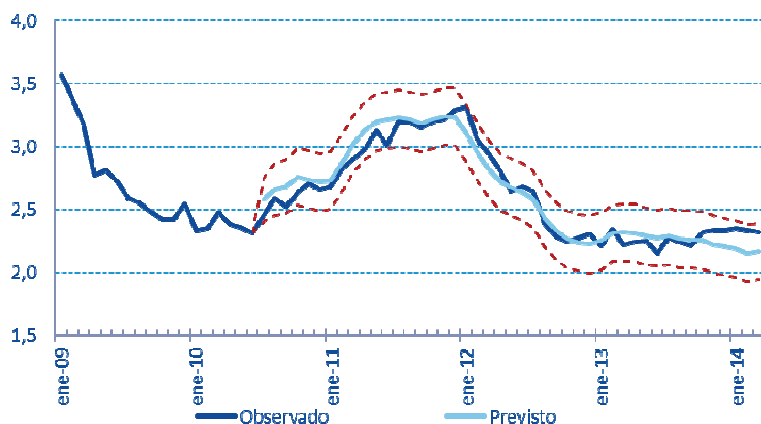


Fuente: BBVA Research.

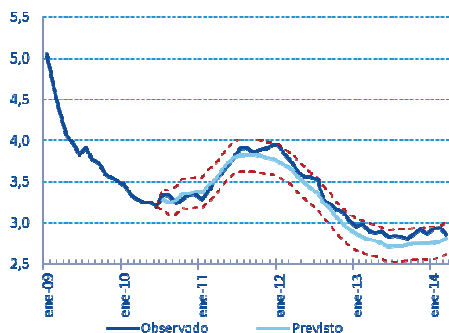
Y por último, el gráfico 7 muestra el comportamiento de las proyecciones de las carteras para Francia. Si bien en el sintético de empresas parece no mostrar problemas, al estar bastante centradas las previsiones, la cartera de tipos hasta 1 millón presenta una clara subestimación a partir de finales de 2011 hasta el presente, de aproximadamente 10 puntos básicos mes, aunque dentro de las bandas de confianza.

GRÁFICO 7. FRANCIA. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A EMPRESAS (%). PROYECCIÓN E INTERVALOS DE CONFIANZA (+/- 1,96 DESVIACIÓN TÍPICA)

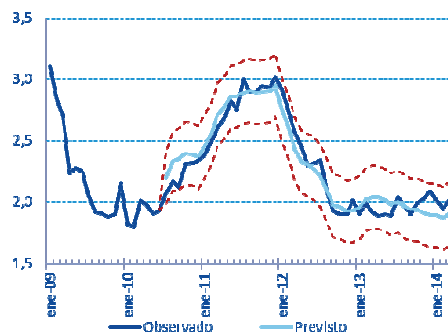
a) Total



b) Hasta 1 millón €



c) Más 1 millón €



Fuente: BBVA Research.

Por tanto, las estimaciones obtenidas son bastante consistentes, recogiendo perfectamente la tendencia de los precios del crédito de empresas tanto en la fase alcista de las tensiones financieras (verano 2010 a verano 2012) como en la fase más reciente, desde el verano de 2012, de relajación de la prima de riesgo soberano y mantenimiento de la tendencia al alza en la morosidad de las carteras empresariales españolas e italianas. Los precios del crédito en Francia están, en síntesis, perfectamente explicados por los distintos tramos de la curva de tipos, con una influencia muy marginal de la calidad de sus activos, que en todo caso no presenta una tendencia al alza tan acusada como en España o Italia.



6. CONCLUSIONES

- a) En España, la tendencia reciente al descenso de la prima de riesgo soberano no se ha trasladado al coste del crédito para las empresas debido a que su efecto se ha visto más que contrarrestado por el aumento de la tasa de mora. En todo caso, tampoco es de esperar que la volatilidad de la prima de riesgo se traslade plenamente al coste del crédito, ni al alza ni a la baja, ya que esta última es una variable más estable.
- b) En el periodo de agudización de la crisis del euro, entre la primavera de 2010 y el verano de 2011, el coste del crédito para las empresas aumentó como resultado del efecto combinado del aumento de la prima de riesgo y de la mora. En el periodo más reciente, desde el verano de 2012, el aumento de la mora ha compensado el efecto de la reducción de la prima de riesgo y una política monetaria más expansiva, de manera que el coste del crédito se ha mantenido más o menos estable.
- c) A pesar de los vaivenes de la restructuración del sistema financiero español (discontinuidad en la política de provisiones, programa de ayuda europeo, Memorando de Entendimiento, creación del FROB, Sareb, etc.) la tasa de mora es una variable que recoge de manera bastante robusta la calidad crediticia de las carteras de préstamo a empresas, como demuestran los ejercicios de consistencia realizados. Las estadísticas disponibles españolas muestran una reducción del total de los saldos morosos y de su cartera empresarial en los primeros meses de 2014, por lo que cabe esperar que este descenso se termine trasladando al coste del crédito en un entorno de «spreads» soberanos mucho más moderados. .
- d) El comportamiento de los determinantes del coste del crédito en Italia es similar al de España: el descenso de la prima de riesgo soberano apenas se ha trasladado al coste del crédito debido al ascenso de la morosidad. En Francia la evolución ha sido muy distinta. Ni la prima de riesgo ni la mora presentan aumentos tan acusados, y el coste del crédito ha presentado una evolución también mucho más suave.
- e) La crisis ha traído consigo una ampliación del diferencial entre el coste del crédito de las PYMES y las empresas grandes común a los tres países analizados, pero más intensa en el caso de España.
- f) Cabe concluir que los avances hacia la Unión Bancaria han contribuido a la reducción de la fragmentación, pero ésta ha sido también, en buena medida, resultado de las medidas de política monetaria. Sólo en la medida en que la Unión Bancaria termine implantando un auténtico mercado único de servicios financieros, donde las empresas se puedan financiar con bancos con origen en cualquier país de la Eurozona, será posible acabar completamente con los elementos de fragmentación que persisten.

ANEXO. METODOLOGÍA PARA LA OBTENCIÓN DE LOS FACTORES SUBYACENTES DE LOS TIPOS DE LA DEUDA SOBERANA ALEMANA

Para tomar una referencia de cuál hubiera sido el riesgo soberano de una posible unión monetaria perfecta tomaremos los tipos de la deuda soberana a 10 años de

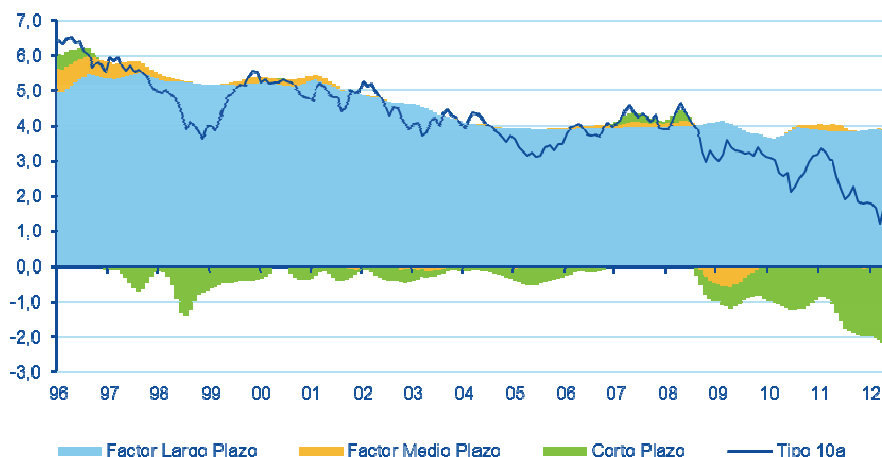


Alemania como «benchmark» hasta marzo de 2010, fecha que consideramos el inicio de la crisis soberana con las presiones sobre la deuda griega. Desde abril de 2010 en adelante le añadiremos la prima negativa (o bonificación) que supuestamente está teniendo la deuda alemana por la huida de los recursos de los mercados periféricos hacia los centrales. Para determinar esta prima se ha estimado una descomposición de los tipos de la deuda alemana en los factores subyacentes de corto, medio y largo plazo en base a sus determinantes teóricos (véase anexo para más información). Tomando los factores de largo y mediano plazo obtenemos una referencia de dónde deberían haberse situado los tipos de la deuda, lo que permite estimar primas de riesgo. Se toman los factores de largo y medio plazo y el promedio del factor de corto plazo desde el evento de Lehman en septiembre 2008 hasta marzo de 2010, por considerarse un factor de carácter externo a la UEM. Esta corrección con el elemento de corto plazo también ayuda a que la serie no presente punto de ruptura en el momento de enlace.

El espíritu del modelo es identificar los factores subyacentes (inobservables) asociados a los fundamentos económicos de carácter estructural (mediano y largo plazo) y coyunturales (corto plazo) del tipo de interés de la deuda soberana de Alemania a largo plazo (10 años). A su vez, la dinámica de cada factor es explicada por variables observables que teóricamente están asociadas a esos fundamentos (expectativas de crecimiento y de Inflación a medio y largo plazo, volatilidades de los mercados y expectativas de tipos oficiales a corto).

La metodología adoptada para esta estimación ha sido la de Espacio – Estado. Esta metodología, además de poder obtener variables inobservadas (los factores mencionados) permite tratar con observaciones de diferentes frecuencias (en este caso mensuales, trimestrales, semestrales y anuales), y con coeficientes variantes en el tiempo (principalmente los que acompañan a las variables que componen el factor de corto plazo).

GRÁFICO A.1. ALEMANIA. TIPO DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS: DESCOMPOSICIÓN



Fuente: BBVA Research.



REFERENCIAS

- BBVA Research. Financial System Unit. What are the determinants of loan interest rates in EMU countries? Economic-Watch Oct-2013. <https://www.bbvarresearch.com/en/publicaciones/economic-watch-what-are-the-determinants-of-loan-interest-rates-in-emu-countries/>
- BBVA Research. Sistemas Financieros. Unión Bancaria: elementos integrantes y medidas complementarias. Documento de trabajo Agosto 2013. https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1326_tcm346-400067.pdf
- BBVA Research. Sistemas Financieros. La reforma del sector bancario español: de la correcta valoración de los activos a la recuperación del crédito. Documento de trabajo Jun-2014. <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/la-reforma-del-sector-bancario-espanol-hasta-la-recuperacion-de-los-flujos-de-credito/>
- Centeno, M. y Mello, A. (1999). «How integrated are the money market and the bank loans market within the European Union?», *Journal International Money and Finance* 18, 75-106.
- Castro, G. y Santos, C. (2010). «Bank interest rates and loan determinants», *Economic Bulletin*. Banco de Portugal. Spring.
- Gambacorta, L. (2004). «How Banks set interest rates?». WP 10295 NBER. February.
- Gropp, R., Sorensen, C. y Lichtenberger, J. (2007). «The dynamic of bank spreads and financial structure». WP. N° 714. European Central Bank. January.
- Leuvensteijn, M., Sorensen, C., Bikker, J. y van Rixtel, A. (2008). «Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the Euro Area». W.P. N° 885. European Central Bank. March.
- Nieto, F. (2007). «The determinants of household credit in Spain». Documento de trabajo n° 0716. Banco de España.
- Sorensen, C. y Lichtenberger, J. (2007). «Mortgages interest rates dispersion in the Euro Area». WP. N° 733. European Central Bank. February.



ANÁLISIS CRÍTICO DE LOS EFECTOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

JUAN BASURTO
SANTIAGO PERNÍAS
Asociación Española de Banca (AEB)

1. INTRODUCCIÓN

1.1. INTRODUCCIÓN

Las entidades bancarias juegan un papel fundamental, y en algunos aspectos insustituible, para el correcto funcionamiento de la economía, como canalizadores del ahorro hacia las inversiones productivas. La condición necesaria para que el sector empresarial disponga de unos flujos de financiación adecuados a sus necesidades y a sus apetencias de inversión es la existencia de un sistema crediticio dinámico, solvente, rentable y eficiente. Se ha afirmado, no sin razón, que no hay posibilidades de mantener una economía sana con un sistema financiero enfermo.

La reciente crisis económica y financiera ha sacado a la luz no solo los desequilibrios estructurales de algunas de las principales economías del mundo, sino también las debilidades de sus respectivos sistemas financieros y la ineludible interconexión entre ambos. De ahí que el grueso de la regulación financiera surgida de la crisis tenga como prioridad el recomponer la dañada estructura financiera, tanto de las economías afectadas como en el ámbito internacional, dada la creciente interrelación entre entidades, empresas y mercados en un entorno económico globalizado.

La reactivación de los mercados de capitales y de financiación, las mejoras en la transparencia y seguridad de las transacciones, el saneamiento y fortalecimiento de los intermediarios financieros, la elevación de los niveles de exigencia en el conocimiento, la gestión y el control de los riesgos, la ampliación del perímetro regulatorio a actividades hasta ahora en la sombra y los avances en el diseño de instrumentos y mercados financieros más eficientes y seguros, son algunos de los elementos constitutivos de esta nueva estructura regulatoria. Vistas en su conjunto, el objetivo último de las medidas que se están acometiendo no es otro que la preservación de la estabilidad financiera, de forma que la financiación de las actividades económicas alcance unos adecuados niveles de calidad y dinamismo y no se vea alterada, ni por el puntual fallo de alguno de los agentes encargados de su canalización, ni por el irregular funcionamiento de alguno de los mercados de capitales y deuda.



En las páginas que siguen daremos un breve repaso a la evolución de la regulación financiera generada como consecuencia de la crisis, comenzando por una mínima descripción de los acontecimientos que están en su origen, para pasar después a detallar las distintas iniciativas regulatorias, algunas ya concretadas en normas, tanto a nivel global como europeo y más específicamente español, deteniéndonos en aquellos aspectos que están afectando, o lo harán en el inmediato futuro, al desarrollo del suministro de crédito a la economía por parte de las entidades financieras.

1.2. LA ETAPA EXPANSIVA DEL CICLO ECONÓMICO. LA ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS

La crisis económica y financiera iniciada en 2007 estuvo precedida de un periodo, inusualmente prolongado, de crecimiento económico a nivel mundial, tanto en los países desarrollados como en las economías emergentes, que se mantuvo constante desde aproximadamente 1993 y estuvo acompañado de tasas de inflación moderadas en los primeros y decrecientes en las segundas, un notorio incremento de los flujos financieros internacionales y la generalización de lo que se dio en llamar la globalización de la economía.

Asistimos a una fase alcista del ciclo económico, que ya se conoce como la Gran Moderación, y que en Europa tuvo como principal referencia la adopción del euro como moneda común de, inicialmente, once de los Estados miembros de la Unión Europea en 1999 y su posterior consolidación como una de las principales monedas de referencia en las transacciones económicas internacionales, tanto en el plano comercial como en el financiero. El Banco Central Europeo asumió las competencias en materia de política monetaria y cosechó un incuestionable éxito en lo que constituye su principal mandato, el mantenimiento de la estabilidad de precios en niveles cercanos (*below but close*) al 2% para el conjunto de los Estados miembros integrantes de la eurozona que, en términos agregados, representaba la segunda economía del mundo.

Una serie de factores se fueron desarrollando durante la fase alcista del ciclo que están en el origen de la crisis iniciada en 2007; factores que, citados de manera necesariamente esquemática, están relacionados con: los fuertes desequilibrios en la balanzas comerciales entre países con permanentes superávits (exportadores de petróleo, China y otras economías asiáticas, Alemania,...) y países deficitarios recurrentemente (USA, otras economías desarrolladas,... y España); el ahorro excedentario neto de los primeros (*the global saving glut*) que financió el consumo y las inversiones productivas en los segundos, y presionó a la baja los tipos de interés de las principales monedas y de activos financieros de toda condición; la innovación financiera, que creó nuevos instrumentos para satisfacer las demandas de rentabilidad, liquidez y riesgo; y, finalmente, lo que Ben Bernanke describió como debilidades estructurales del sistema

¹ BERNANKE, B.S., Statement by Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before the Financial Crisis Inquiry Commission. Washington, D.C. September 2, 2010.



financiero¹ (excesivo apalancamiento, dependencia de la financiación a corto plazo, deficiente gestión de los riesgos, debilidades en la supervisión, expansión de la banca en la sombra,...).

La abundante liquidez, los reducidos tipos de interés, la bonanza económica, el reducido desempleo, la moderada inflación y la innovación financiera facilitaron el suministro generoso de crédito a los agentes económicos, alentaron el consumo y la adquisición de activos (*balance sheet expansion*) por parte de los sectores privados, empresas y familias, y alimentaron la creación de burbujas inmobiliarias en no pocos países (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda o España).

1.3. CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

La crisis iniciada en 2007 en Estados Unidos en un segmento relativamente reducido del sistema financiero, el de las hipotecas *subprime*, se extendió con rapidez a otros sectores y a otros países, alcanzó un punto de máxima tensión con la quiebra de Lehman Brothers en 2008 y, aún con algún retraso, alcanzó a Europa dando lugar al estallido de las burbujas inmobiliarias en varios Estados miembros de la Unión, con la consiguiente afectación de un puñado de entidades de crédito en unos casos y de la mayor parte del sistema crediticio en algún otro.

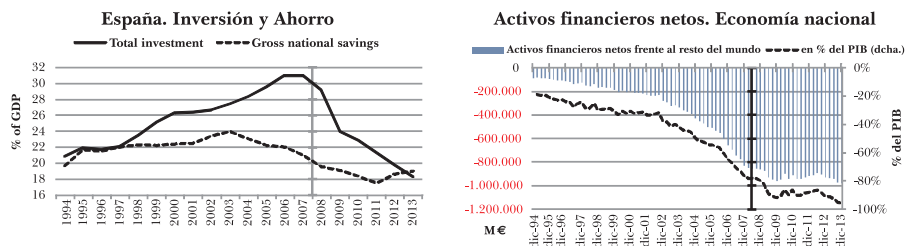
Los acontecimientos posteriores, ya más específicamente europeos, relacionados con la crisis del euro y de la deuda soberana de los países periféricos de la eurozona, profundizaron y alargaron en el tiempo la recesión y han originado la que con seguridad ha sido la crisis económica y financiera más importante del último medio siglo.

En el escenario que acabamos de describir, nuestro país no fue una excepción. Entre 1994 y 2007 la economía española vivió un periodo excepcional, de intenso crecimiento del PIB (por encima de la media comunitaria), fuerte creación de empleo (más de 8 millones de puestos de trabajo), deuda y déficit públicos contenidos (incluso se alcanzó el superávit algún ejercicio), elevada inversión y mejora generalizada del nivel de vida de los ciudadanos (el PIB per cápita se acercó más que nunca a la media de la Unión Europea).

Y también se acumularon importantes desequilibrios durante el periodo: la inflación, aunque moderada, se mantuvo recurrentemente por encima de la media de la eurozona, con la consiguiente pérdida de competitividad de nuestras exportaciones; la balanza comercial presentó déficits cada vez mayores, hasta alcanzar el 10% del PIB; el ahorro doméstico, aunque mantuvo un tono moderado, resultó insuficiente para financiar la elevada inversión, por lo que se tuvo que recurrir al endeudamiento con el exterior; y familias y empresas acumularon elevados volúmenes de deuda que, en proporción al PIB, alcanzaron el 200%, superando con creces la media europea.



GRÁFICO 1



Fuente: WEO Data base. IMF

1.4. EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA

Una de las características de la economía española, en modo alguno exclusiva de nuestro país, es que una proporción significativa de la actividad económica de estos años se concretó en el sector inmobiliario. La inversión en el sector de la construcción y promoción alcanzó a representar el 22% del PIB (2006). Los hogares orientaron su gasto, más que al incremento del consumo, a la adquisición de bienes inmuebles residenciales, posibilidad que fue facilitada por el acceso al crédito hipotecario en condiciones favorables en cuanto a importe, tipos de interés y plazos de reembolso. El sistema financiero por su parte aportó la financiación necesaria, elevando el volumen de crédito al sector privado residente a tasas de crecimiento anual sensiblemente por encima del aumento del PIB, apelando a la financiación exterior, facilitada por el desarrollo de mercados como el de titulaciones y por la abundante oferta y la reducida discriminación en función del riesgo de los prestamistas internacionales.

A 31 de diciembre de 2009 el crédito hipotecario representaba más de un tercio del total de los activos en poder del sistema crediticio en España, y las cajas de ahorros mantenían en sus balances un 55% del total, 15 puntos porcentuales más que su peso en el balance agregado de las entidades de crédito españolas y 20 puntos porcentuales si se comparaban sus fondos propios con los del sistema en su conjunto². De los 1.075 mM€ de saldo de los préstamos con garantía hipotecaria vivos a esa fecha, aproximadamente la mitad se estaba financiando en mercados mayoristas mediante colocaciones de cédulas hipotecarias o a través de titulaciones, ya sea de los propios préstamos, ya sea de cédulas emitidas con esta finalidad.

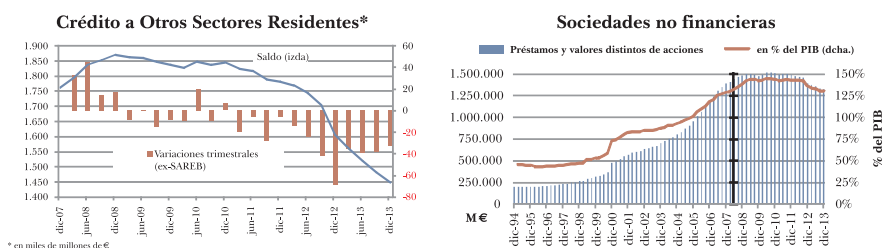
El estallido de la burbuja inmobiliaria primero y la crisis económica después, afectó por tanto al sistema crediticio español por partida doble: se deterioró considerablemente la calidad de sus activos, con un muy significativo incremento de la morosidad y, por el lado de la financiación, se cerró, en algún caso literalmente, el acceso a las fuentes mayoristas de financiación que habían alimentado hasta entonces el crecimiento del crédito.

² Memoria de la Supervisión Bancaria en España 2009. Banco de España.

Esta situación sometió a una presión insoportable a algunas entidades con elevada concentración de riesgos en el sector, capitalización muy ajustada, escasas posibilidades de acceso a los mercados de capitales y, en algún caso, con serias debilidades en sus sistemas de gobierno corporativo.

Volveremos sobre estas singularidades de la crisis en España en uno de los apartados más adelante.

GRÁFICO 2



*en miles de millones de €

Fuente: Banco de España.

2. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA REGULATORIA A NIVEL GLOBAL

Según se señalaba en la Introducción, la reciente crisis financiera ha provocado a lo largo de los años subsiguientes una muy amplia y profunda respuesta regulatoria por parte de las autoridades, aún sin completar, pero en avanzado estado de implementación en la mayor parte de las jurisdicciones globales. En el presente apartado se van a recorrer sólo aquellas piezas normativas que por su naturaleza puedan tener una repercusión directa sobre la disponibilidad de flujo crediticio para la economía real.

2.1. MARCO DE CAPITAL DE BASILEA

El Marco de capital que se acuerda en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, siglas en inglés) constituye, en sus sucesivas versiones, la base de la regulación en materia de solvencia, por lo que no es de extrañar que Basilea II, que estaba recién estrenado al inicio de la crisis, se pusiera de inmediato en revisión para dar lugar, al cabo de unos años, al Basilea III actualmente en proceso de entrada gradual en vigor.

El lema central que propusieron las autoridades para su reconsideración fue «más y mejor capital», esto es, requerimientos más elevados de recursos propios a ser cubiertos por instrumentos con auténtica capacidad de absorción de pérdidas en caso de necesidad. Como es sabido, las exigencias de solvencia se basan en último término en una *ratio* cuyo numerador es el capital y su denominador los activos ponderados por riesgo (APRs). Aunque en el tránsito de Basilea II a III también se retocaron las ponderaciones, sobre todo las de aquellas exposiciones que más vulnerables se habían mostrado, el cambio fundamental –y en él nos vamos a centrar– ha sido el relativo al numerador; y más



en concreto el que se refiere a los recursos propios de mejor calidad (*CET1*, siglas en inglés), que en definitiva se componen del capital más las reservas ajustados por una serie de deducciones que también se han endurecido de forma significativa.

Pues bien, la *ratio* de dicho capital sobre APRs se establecerá una vez transcurrido el periodo transitorio en el 4,5 %, a comparar con el 2% con el que podía cumplirse con la normativa anterior. Pero es que además se introduce un colchón de conservación del capital del 2,5%, no obligatorio en sentido estricto, pero sí en la medida en que por debajo del mismo quedaría condicionada la capacidad de repartir dividendo y gratificaciones discrecionales. Y, por encima de ello, podrá establecerse coyunturalmente el colchón contracíclico en un rango entre el 0% y el 2,5%, lo que en el caso extremo llevaría la exigencia de capital de máxima calidad al 9,5%.

El Marco de capital no es una norma propiamente dicha, sino que con posterioridad tiene que adoptarse en cada jurisdicción. La Unión Europea lo ha hecho a través del Reglamento (EU) 575/2013 y de la Directiva 2013/36/EU, que en conjunto constituyen el denominando paquete CRR/CRD IV: el primero es de aplicación directa desde el pasado 1 de enero de 2014 en todos los Estados miembros, y la segunda requiere transposición que en el caso de España se está realizando en la forma que se menciona en un apartado ulterior. Pero lo remarcable a nuestros efectos es que en el proceso legislativo comunitario se añadió un ámbito de flexibilidad, en virtud del cual las autoridades nacionales podrán establecer colchones adicionales en concepto de riesgo sistémico, o por entidades sistémicamente importantes, hasta, en principio, un máximo del 5%.

Resulta evidente, en base solo a lo anterior y sin necesidad de complicar la argumentación con referencias a las restantes *ratios Tier 1* adicional y *Tier 2*, que el tirón en términos de exigencias de capital es más que notable, de manera que para una entidad holgadamente capitalizada con arreglo a Basilea II, el esfuerzo bien podría suponer la duplicación del capital requerido para cubrir una determinada exposición crediticia. Quedaría de esta forma parcialmente desactivada la bienintencionada propuesta, que fue incluida en el Reglamento europeo y en la legislación española, por la cual a las operaciones con PYMES se les aplicaría un coeficiente reductor del 0,7619 a fin de compensar el aumento generalizado de los requerimientos de capital, que en ese momento se estimaban en poco más del 31%.

El resto del argumento es bastante obvio. En la medida en que la permanencia de un activo en el balance de una entidad exija una mayor dotación de capital, la rentabilidad que genera se traducirá en un menor retorno sobre los recursos propios (*ROE*, siglas en inglés). Por tanto, y aún en un escenario en el que no hubiera problemas generalizados de disponibilidad de capital –que es por su propia naturaleza un bien relativamente escaso y caro–, o que cada entidad específica no los tuviera, el restablecimiento de los equilibrios económicos-financieros nos llevaría a un encarecimiento del crédito, y/o a una reducción en la oferta del mismo.

2.2. LIQUIDEZ Y APALANCAMIENTO

El Marco de Basilea III ha aportado alguna otra novedad relevante ya que no se ciñó a los requerimientos de capital, sino que se aprovecha la ocasión para introducir cierta



normativa en cuanto a liquidez. Y ello lo hace estableciendo dos *ratios*: la de Cobertura de Liquidez (*LCR*, siglas en inglés), y la de Financiación Neta Estable (*NSFR*, acrónimo en inglés). Para algunos países, como España, la novedad es absoluta, pues no existía previamente una regulación expresa al efecto.

La *LCR* establece una comparación entre los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad, y las salidas netas de efectivo que pudieran producirse en escenarios de tensión, tanto sistémicos como idiosincráticos, durante un periodo de 30 días, debiendo ser la *ratio* entre ambas magnitudes superior al 100%. Lo cual, en una primera reacción, conduce a pensar que se contará con una menor disponibilidad de recursos para prestar dada la necesidad de adquirir y mantener en balance muchos activos líquidos.

Ahora bien, para valorar con mayor precisión como pueda afectar la introducción de la *LCR* a la oferta crediticia, es necesario analizar en detalle la tipología de los activos computables. Y las conclusiones no son muy halagüeñas, incluso después de las concesiones que las autoridades han debido ir haciendo durante la discusión con el sector respecto a las propuestas iniciales. Bien es cierto que ha ido mejorando el tratamiento de los *covered bonds*, lo que sería de aplicación a nuestras cédulas hipotecarias y de esta forma se aliviaría la financiación de tal tipo. Pero sigue siendo muy restrictiva la consideración dada a las titulaciones con otro tipo de activos subyacentes, lo que dificulta la movilización del resto de carteras crediticias y reduce los incentivos de las entidades a aumentarlas.

Ciertamente, la postura defendida por la industria en todo momento ha sido que deberían poder formar parte del numerador de la *LCR* todos aquellos activos susceptibles de ser descontados en el banco central correspondiente, ya que pueden monetizarse de forma inmediata; y entre ellos figuran muchos bonos de titulización de muy diversa índole. Es de esperar que la Comisión Europea, que cuando se escriben estas líneas está finalizando un acto delegado que desarrollará en detalle la *ratio* en cuestión, sea sensible a las peticiones que se le han trasladado en este sentido, máxime teniendo en cuenta los anuncios realizados por el Banco Central Europeo en relación con la adquisición de activos que ayuden a dinamizar el flujo de crédito al tejido productivo. Volveremos sobre este importante tema de la titulización en el siguiente apartado específico.

Por lo que respecta a la *ratio* de Financiación Neta Estable, lo que se persigue con ella es que haya una correspondencia adecuada –en términos de plazo y estabilidad– entre las fuentes de obtención de fondos (*funding*) y los perfiles de liquidez de los activos de la entidad, a los que habría que añadir las contingencias de financiación provenientes de compromisos fuera de balance. En consecuencia, el numerador de la *NSFR* es la cantidad de financiación que puede considerarse estable con un horizonte de un año, calculada aplicando unos determinados porcentajes de permanencia esperada a las diversas fuentes, mientras que para el denominador se hace un cálculo similar con todos los activos, dentro y fuera de balance: la *ratio* debería situarse en todo momento por encima del 100%.

La reacción del sector ante el anuncio de introducción de la *NSFR* fue incluso más crítica que frente a la *LCR*, porque se entendía que en su parametrización inicial provocaría una sustancial reducción de la capacidad del sistema bancario para llevar a cabo su crucial función de transformación de plazos entre ahorro e inversión. Ello ha ido dando



lugar al cabo del tiempo a una acomodación de las rúbricas y coeficientes más controvertidos, así como al compromiso de las autoridades de establecer unos periodos de observación a fin de asegurarse al máximo que su implementación no restringirá de forma significativa los necesarios flujos de financiación a empresas y familias, y además en los plazos que ellas demanden en función de los periodos de maduración de las inversiones reales hacia las que los canalicen.

Por último, Basilea III trajo consigo otra significativa novedad, cual fue la recuperación de la *ratio* de apalancamiento, esto es, la relación entre recursos propios y activos totales. Herramienta que se considera un tanto tosca –ya que, de hecho, los desarrollos del BCBS trataron durante muchos años de refinarla, introduciendo las ponderaciones por riesgos–, pero que acaso cabe utilizar como una suerte de límite de última instancia, a fin de impedir ciertos abusos de endeudamiento que también estuvieron en el foco de la crisis financiera. Por tanto, lo importante a la postre será su calibración –se barajan valores entre 3% y 5%–, que habrá de ser muy cuidadosa para no provocar situaciones paradójicas en que se penalice a bancos con carteras de altísima calidad crediticia bien garantizadas –como es muy normal en las hipotecarias–, lo que acabaría forzándoles a contraer su oferta o a encarecerla dado el mayor consumo de capital requerido.

2.3. EL TRATAMIENTO DE LAS TITULIZACIONES

Como ya se señalaba más arriba, la posibilidad de titularizar carteras crediticias –esto es, traspasarlas a un fondo *ad hoc* que emitirá bonos con su garantía– constituye un importante incentivo para los bancos, ya que ello supone reducir automáticamente la necesidad de financiación y, bajo ciertas condiciones, aliviar de manera significativa los requerimientos de capital. Puede decirse en forma gráfica que la titularización «deja hueco» en el balance para conceder nuevo crédito y adquirir carteras adicionales que a su vez podrán ser titularizadas, y así sucesivamente.

Tras la irrupción de la crisis financiera se produjo una estigmatización de las titularizaciones, bien que justificada para algunos tipos de ellas pero no así para las más simples. Sin embargo, una de las primeras actuaciones del Comité de Basilea fue precisamente un endurecimiento generalizado en el tratamiento de las titularizaciones, lo que si bien obstaculizó en un primer momento la emisión de aquellas más complejas, acabó teniendo efectos negativos probablemente no deseados para la movilización de carteras bancarias tradicionales.

Así, y una vez que fue constatándose la aparición de anomalías tales como que la calibración de los nuevos modelos no se correspondía con el historial de mínimas pérdidas de, por ejemplo, las titularizaciones europeas, o como que los requerimientos de capital totales para las exposiciones en titularización superaban a los correspondientes a las carteras subyacentes, el BCBS comenzó una ronda de consultas, a la que recientemente ha seguido otra, con el objetivo de publicar, quizá dentro de 2014, una revisión de su normativa en esta materia que en cierto sentido vuelva a poner las cosas en su debido sitio en cuanto a exigencias de recursos propios tras la sobreactuación inicial.



En paralelo a la citada reconsideración, están en marcha otras iniciativas por parte de diversas autoridades en torno a la titulización, entre las que cabe destacar la de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, siglas en inglés) con la elaboración de una guía de buenas prácticas, o la conjunta del Banco Central Europeo y el *Bank of England* para impulsar de nuevo un mercado que ha sufrido en forma de caída significativa de volumen de transacciones la dureza de la post-crisis. En uno y otro caso se aboga por la configuración de titulizaciones sencillas, robustas y transparentes, a las que quizá ayude la generalización del uso de una etiqueta de calidad como la recientemente lanzada PCS (*Prime Collateralized Securities*). Todo avance en unas y otras líneas –entre las que también cabe incluir las modificaciones de la legislación española previstas en la Ley de fomento de la financiación empresarial en discusión–, ayudará sin duda a asegurar un adecuado flujo permanente de crédito al sector privado.

2.4. MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN

El 29 de octubre de 2013 se publicaba en el Diario Oficial de la Unión Europea el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, que encomienda al Banco Central Europeo (BCE) tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Es, por tanto, la pieza normativa que establece el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, siglas en inglés) por el que se traslada al BCE la responsabilidad última sobre la vigilancia de todos los bancos de la eurozona.

El SSM es el primero y muy importante pilar sobre el que se edificará un proyecto más amplio y ambicioso, la Unión Bancaria Europea, que contará asimismo con un Mecanismo Único de Resolución –ya aprobado e iniciándose su puesta en marcha–, y con un sistema de garantía de depósitos común, si bien este último elemento puede requerir algo más de tiempo a fin de concitar el consenso necesario para crearlo.

El BCE va a encargarse directamente de la supervisión sobre el terreno de unas 130 entidades –15 españolas–, dejando en manos de las autoridades competentes locales la correspondiente al resto de ellas, aunque manteniendo en todo momento la competencia de actuar en directo si así lo estima oportuno. Parece lógico que tales tareas, ejecutadas de forma directa o indirecta, se realicen en base a una regulación bancaria lo más uniforme posible: el denominado *Single Rulebook*, que hoy por hoy es más un loable objetivo que una realidad, pero para el que el SSM debería traer consigo un impulso definitivo. Al igual que es de esperar un decidido paso adelante en la armonización de la práctica supervisora, que a partir del mes de noviembre deberá descansar en un solo Manual de Supervisión que está siendo ultimado en Frankfurt. Ambas líneas tendenciales deberán en buena lógica constituirse en motor para la eliminación gradual de la hoy excesiva fragmentación del mercado bancario europeo.

Como paso previo a la asunción de las nuevas competencias por parte del BCE, se estimó necesaria la realización de un exhaustivo examen (*Comprehensive Assessment, CA*) a las entidades significativas, esto es, a las que van a estar sometidas a supervisión directa. Tal evaluación global, que está requiriendo un gran despliegue de medios y un muy exigente esfuerzo a los examinados, consta de tres fases:



1. Análisis del perfil de riesgo de cada entidad (*Risk Assessment*), con el objetivo principal de selección de las carteras sujetas a análisis más detallado.
2. Revisión de la calidad de los activos (*AQR*, siglas en inglés): examen de la adecuación de su clasificación, valoración y garantías, con eventual ajuste de provisiones.
3. Prueba de resistencia (*Stress Test*), que medirá la capacidad de resistencia del balance de las entidades ante escenarios adversos.

Los resultados del examen, según ha venido explicando en los últimos meses el nuevo supervisor único, van a tener consecuencias concretas a las que las entidades deberán dar respuesta. La más relevante es que, si por causa del *AQR* o de cualquiera de las dos hipótesis contempladas en el *Stress Test*, los recursos propios de un banco se sitúan por debajo de unos umbrales predeterminados, la entidad vendrá obligada a presentar un plan de recapitalización a cumplimentarse dentro de unos plazos muy exigentes que se extenderían como máximo hasta mediados del próximo 2015. Pero además, si bien en caso de saneamiento insuficiente de los activos no va a ser obligatorio el reformular las cuentas del ejercicio 2013, el BCE espera que la conciliación contable acabe reflejándose en próximos estados financieros³.

Todo lo anterior tendrá sin duda alguna un efecto clarificador sobre el estado de salud del sistema bancario de la eurozona y de sus actores principales –lo que obviamente constituye el objetivo principal del ejercicio–, pero admite además como mínimo un par de lecturas adicionales que son sustanciales en relación con el análisis que pretendemos en el presente artículo.

Por una parte, el *CA* en curso, que quiere realizarse en la medida de lo posible en términos de las máximas homogeneidad y consistencia posibles entre las diversas jurisdicciones, va a dar sin duda un empujón bien patente a los esfuerzos por configurar un marco regulatorio común. Además, está fijando estándares para la supervisión que, más allá del examen coyuntural, parece que vienen para quedarse y que difícilmente cabe calificar como laxos o permisivos. Y, por último, en su fase de *Stress Test* pone al sistema a prueba en unos escenarios poco probables pero muy exigentes, que caso de no ser superados requerirán acciones inmediatas de recomposición del capital.

Visto por tanto el ejercicio –y la propia introducción del supervisor único– desde la perspectiva de la capacidad de financiación de las entidades de la eurozona, la valoración no puede ser sino positiva: en el SSM van a integrarse bancos más solventes, que inspirarán la necesaria confianza, supervisados por un ojo común que acabará en no mucho tiempo haciéndolos más similares, y que podrán en consecuencia contribuir al establecimiento de un mercado crediticio verdaderamente integrado y eficiente. Lo que debería venir a compensar, e incluso a superar, algunos de los detrimentos comentados en apartados anteriores.

³ El pasado 26 de octubre se hicieron públicos los resultados de las pruebas, que han sido superadas con éxito por todas las entidades españolas.



2.5. REFORMA ESTRUCTURAL

De un tiempo a esta parte han venido surgiendo en diferentes jurisdicciones iniciativas regulatorias que, en base a argumentos de estabilidad financiera, pretenden forzar cambios en la propia estructura de las entidades bancarias: regla Volcker en EE.UU., propuesta Vickers en el Reino Unido, normativas al respecto en Francia, Alemania, ... Bajo configuraciones diversas, todas tienen en común el objetivo de prohibir y/o separar las actividades más especulativas de la práctica bancaria tradicional de toma de depósitos y concesión de créditos. Se trata, en último término, de aislar a la banca comercial y a su clientela de los riesgos potencialmente excesivos asumidos por las entidades en su negociación en los mercados.

La Comisión Europea se sintió en su momento preocupada por el tema y, tras el encargo de un informe a un grupo de expertos presididos por el gobernador Liikanen del Banco de Finlandia, emitió en enero de 2014 una propuesta de Reglamento cuya negociación quedó interrumpida por la disolución del Parlamento Europeo, pero que se retomará sin duda al comienzo de la nueva legislatura.

Los elementos básicos de la propuesta en cuestión, dirigida únicamente a las entidades a partir de un cierto tamaño –del orden de la treintena en toda la Unión Europea– serían por una parte la prohibición absoluta de realizar dentro de un grupo bancario actividades por cuenta propia (*proprietary trading*), y por otra la obligación de separación, a partir de ciertos umbrales, de las áreas de negocio llevadas a cabo en los mercados.

Parecería en principio que una normativa que finalmente se estableciera en esta línea no tendría por qué afectar al flujo de crédito a empresas y familias. Es más, sus más conspicuos defensores entienden que su implantación permitiría a los bancos llevar a cabo su función primordial de canalización del ahorro hacia la inversión con mayores garantías de éxito. Sin embargo, en un marco financiero desarrollado como el actual, las relaciones de las entidades con sus clientes, sobre todo los corporativos sean grandes o pequeños, van normalmente más allá de la mera captación de recursos y otorgamiento de préstamos, e incluyen otros servicios tales como creación de mercado (*market-making*) para valores emitidos por las empresas, o prestación de todo tipo de coberturas, que requieren una actuación en los mercados e incluso la asunción de posiciones y riesgos por parte del banco.

Por tanto, se entiende que iniciativas de reforma estructural que vayan más allá de la segregación de actividades puramente especulativas y de alto riesgo pueden acabar perjudicando a una fluida relación de negocio con los clientes y empobreciendo, a la postre, la oferta de servicios financieros que requiere hoy en día la economía real.

3. ESPAÑA

3.1. CARACTERIZACIÓN DE LA CRISIS EN ESPAÑA

Además de los estándares que en el terreno internacional y más específicamente europeos se han ido elaborando y entrando en vigor en los últimos años para paliar los



efectos de la crisis, en España la regulación bancaria ha estado condicionada por una serie de factores:

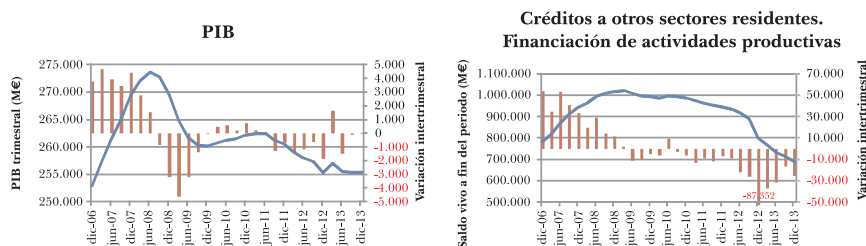
- La existencia de una burbuja inmobiliaria, fruto de más de una década de crecimiento de la inversión en el sector, facilitada por el acceso a la abundante liquidez de los mercados y los reducidos tipos de interés (negativos en términos reales en algún caso); con políticas permisivas, incluso incentivadoras, respecto de una situación que, a juzgar por la evolución de los precios de las viviendas, se hacía insostenible en el tiempo.
- El elevado endeudamiento de las empresas (y las familias) españolas, muy por encima de la media en la Unión Europea en proporción al PIB, altamente dependiente de la financiación bancaria y con escaso (o nulo para las PYMES) acceso a los mercados, tanto de capitales como de deuda.
- El elevado endeudamiento exterior producto de los déficits comerciales acumulados, la insuficiencia del ahorro doméstico y la apelación a los mercados financieros internacionales por parte de las entidades de crédito, canalizadoras de la práctica totalidad del endeudamiento privado con el resto del mundo.
- Ciertas debilidades de un segmento del sistema financiero que se pusieron de manifiesto con la crisis, relativas a la excesiva concentración de riesgos en el sector inmobiliario, la elevada dependencia de la financiación de mercados como el interbancario o el de titulizaciones, que se mostraron altamente sensibles a la crisis, las dificultades para captar capital y, finalmente, en algún caso serios problemas de gobierno corporativo.
- La evolución cambiante de la crisis y tanto su intensidad como su dilatada duración temporal (baste recordar que España todavía no ha recuperado los niveles de PIB existentes en 2007) que, en un corto espacio de tiempo, ha afectado a la economía nacional, a nuestro entorno económico e institucional más cercano, a los mercados financieros internacionales, a las entidades de crédito, al modelo de cajas de ahorros hasta entonces vigente e incluso al modelo de supervisión prudencial, con un claro desplazamiento hacia la Unión Europea de los centros de decisión.
- Una política regulatoria que, en nuestro país, se ha orientado atendiendo simultáneamente a tres focos de atención: el reforzamiento de la solvencia de las entidades; el saneamiento de los balances mediante un sustancial esfuerzo en provisiones y reconocimiento de pérdidas por deterioro; y, por último, el esfuerzo en transparencia para recuperar la confianza, elemento clave para sistemas que, como el nuestro, están altamente endeudados con el exterior.

La conjunción de estos factores y la necesidad de compaginar en el tiempo el saneamiento del sistema crediticio y el desapalancamiento del sector empresarial hacen difícil valorar los efectos de la regulación financiera en la evolución del crédito en nuestro país, aunque la orientación de las reformas está claramente dirigida a conseguir un sector bancario estable, solvente y eficiente como condición necesaria para recuperar su función de canalización del crédito a la economía productiva.



En los apartados que siguen hacemos un repaso cronológico de las medidas regulatorias que se han ido adoptando en España desde el inicio de la crisis para alcanzar ese objetivo.

GRÁFICO 3



Fuente: Banco de España.

3.2. LOS PRIMEROS COMPASES DE LA CRISIS

En el último tramo de 2008, consecuencia directa de la quiebra de Lehman Brothers, se agudiza entre los operadores financieros la pérdida de confianza que se estaba gestando desde mediados de 2007, alimentada por la incertidumbre acerca de la calidad de los activos en las carteras de las entidades de crédito, dando lugar a serias dificultades para la captación de financiación por parte de las entidades de crédito en unos mercados mayoristas que dejaron de funcionar con normalidad. Se diagnosticó inicialmente un problema de liquidez.

En las reuniones del Ecofin del 7 de octubre de 2008 y de los Jefes de Estado y de Gobierno del área euro del 12 del mismo mes se asumió el compromiso de adoptar todas las medidas que fueran necesarias para preservar la estabilidad del sistema financiero, con el objetivo último de permitir que los flujos de crédito pudiesen llegar con normalidad a familias y empresas, entre otras, la de facilitar el acceso a la financiación, asegurando condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras. Los Gobiernos acordaron facilitar, directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitiesen garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo; garantizar la liquidez de las instituciones financieras; reforzar su estructura de capital allí donde fuese necesario; y facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo.

En España estos programas se concretaron ese mismo año en dos normas: el Real Decreto-ley 6/2008 por el que, con la intención expresa de impulsar la financiación a empresas y ciudadanos por parte de las entidades financieras, se creó con recursos públicos un Fondo para la adquisición a las entidades interesadas de activos financieros españoles de máxima calidad; y el Real Decreto-ley 7/2008, por el que se autorizó, de un lado, el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas (emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles) realizadas por las entidades de crédito residentes en



España, y por otra parte, con carácter excepcional, la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito que necesitasen reforzar sus recursos propios, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas.

También en 2008, en línea con los acuerdos alcanzados en el seno de la Unión para asegurar la estabilidad de los depósitos bancarios, se elevó la cobertura otorgada por los Fondos de Garantía de Depósitos españoles desde 20.000 hasta 100.000 euros por depositante y entidad.

En junio de 2009, tras la experiencia de la intervención en marzo de la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha, ya se vislumbraba que algunas entidades podrían *«ver comprometida su viabilidad en los próximos meses, debido a la interacción de la persistencia de problemas de liquidez y financiación con el deterioro relativo de sus activos, aumento notable de la dudosidad y disminución de su negocio, consecuencia tanto de la duración, intensidad y extensión de la crisis, como de la fuerte caída de la actividad económica provocada por la misma»*⁴.

Es en este contexto en el que se aprueba el Real Decreto-ley 9/2009, por el que se crea el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), ente público al que se le asignan la gestión de los procesos de reestructuración de entidades de crédito y el reforzamiento de los recursos propios en determinados procesos de integración. El Real Decreto-ley aborda igualmente los procesos de reestructuración de entidades de crédito, diferenciando tres fases: una primera estrictamente privada que permita el reforzamiento de la solvencia de las entidades apelando a los mecanismos de mercado; la adopción de un plan de actuación, en una segunda fase, para aquellas entidades que presenten debilidades en su situación económico-financiera que pudieran poner en peligro su viabilidad, con medidas concretas para reforzar el patrimonio y la solvencia de la entidad, su fusión o absorción o el traspaso total o parcial del negocio o unidades del mismo, con la posibilidad de apoyo financiero por parte de los Fondos de Garantía de Depósitos; y si persistiera la situación de debilidad, la tercera fase, se produciría la intervención del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, que comporta la sustitución de los administradores de la entidad y la elaboración de un plan de reestructuración con el objetivo, ya sea de conseguir su fusión con otra entidad solvente, ya sea de proceder al traspaso total o parcial del negocio mediante la cesión global o parcial de sus activos y pasivos.

3.3. EL CRÉDITO BANCARIO DURANTE LA PRIMERA RECESIÓN

Conviene en este punto recordar que la economía española presentó por vez primera una tasa negativa de crecimiento trimestral del PIB en el tercer trimestre de 2008, se mantuvo durante 7 trimestres consecutivos en esta situación, y durante los siguientes las tasas de crecimiento, aunque positivas, fueron moderadas, de forma que a finales de 2010 el PIB de nuestro país representaba, en términos trimestrales, el 95,8% del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008.

⁴ Exposición de motivos del Real Decreto-ley 9/2009, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.



Durante ese periodo de tiempo sin embargo, a pesar de las dificultades por la que estaba atravesando una parte del sector, el crédito otorgado por las entidades de crédito españolas destinado a la financiación de actividades productivas se mantuvo estable en niveles próximos al billón de euros, con un descenso de apenas el 0,6% entre ambas fechas (junio 2008 – diciembre 2010). Descenso íntegramente soportado por las actividades inmobiliarias, cuyos niveles de morosidad, en rápido crecimiento, se aproximaban ya al 15%. De hecho, el volumen de crédito bancario destinado a la financiación de las actividades productivas distintas de la promoción y construcción era, al cierre del ejercicio 2010, un 6% mayor que a mediados de 2008 y su porcentaje de mora, mucho más moderado, se mantenía por debajo del 5%.

3.4. LA REFORMA DE LAS CAJAS DE AHORROS

Tras el difícil ejercicio de 2009, la economía española volvió a tasas positivas de crecimiento y en 2010 la actividad regulatoria estuvo centrada en la reforma del sector de las cajas de ahorros acometida, fundamentalmente, con el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, que dio una nueva regulación a sus órganos de gobierno, otorgó a las cajas de ahorros la posibilidad de ejercer la actividad bancaria de manera indirecta y completó la regulación de los denominados sistemas institucionales de protección, cuyo inicial diseño ya se había recogido en abril de ese mismo año en el Real Decreto-ley 6/2010.

A lo largo de la primera mitad de 2010, y no sin dificultades⁵, se acometieron un total de 12 procesos de integración de cajas de ahorros en los que se vieron involucradas 39 de las 45 cajas de ahorros existentes, incluyendo Cajasur que hubo de ser intervenida por el Banco de España en mayo. Siete de estos procesos requirieron ayudas públicas a cargo del FROB, por unos 10.000 millones de euros en forma de participaciones preferentes (el después llamado FROB 1), que en todo caso fueron acompañadas por la exigencia de adopción de medidas concretas para mejorar la eficiencia, racionalizar la administración y gerencia y redimensionar la capacidad productiva, incluyendo la reducción en el número de sucursales y de plantillas en determinados porcentajes.

En otro orden de cosas, el Banco de España (Circular 3/2010) procedió a modificar la norma que regula las provisiones para insolvencias de las operaciones crediticias para unificar los distintos calendarios hasta entonces existentes y acortar sustancialmente el periodo de tiempo para provisionar íntegramente los préstamos en situación de mora (máximo de 12 meses, en lugar de los 24 o 72 meses de la norma anterior), si bien reconociendo, a la hora de determinar el montante de la cobertura, el valor de las garantías inmobiliarias, previa aplicación de recortes (de entre el 20 y el 50%) que reflejen tanto la heterogeneidad de las garantías como las distintas posibilidades de movilización de las mismas en el corto plazo. La norma abordó igualmente las provisiones mínimas requeridas para los activos adquiridos en pago de deudas en función de su permanen-

⁵ Véase BANCO DE ESPAÑA. La reestructuración de las cajas de ahorro en España. Situación a 29 de junio de 2010.



cia en la cartera de las entidades y la fiabilidad de su valoración, e introdujo mayores y más precisas exigencias referidas a la gestión del riesgo de crédito, tanto en el proceso de análisis de concesión y gestión de las operaciones, como en el caso de reestructuraciones financieras.

El alargamiento en el tiempo y la profundidad de la crisis, la persistencia de las debilidades en entidades cuyas dificultades ya habían sido previamente identificadas y, posiblemente, un defectuoso diseño de varios de los procesos de integración, en algún caso formulado atendiendo en exceso a consideraciones políticas más que a la racionalidad económica de las operaciones, motivaron que durante el ejercicio 2011 el esfuerzo regulatorio estuviese centrado en el reforzamiento del capital y en el proceso de reestructuración de un buen número de cajas de ahorros, desarrollado a la luz de los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas al sistema crediticio europeo en su conjunto y, con especial amplitud, al español.

En cuanto al reforzamiento de la solvencia, en febrero de 2011 se promulgó el Real Decreto-ley 2/2011, anticipando en parte los mayores requerimientos contenidos en el nuevo estándar internacional de capital, Basilea III, aprobado en diciembre del año anterior. La norma estableció un nivel mínimo de la ratio de capital de la máxima calidad, que pasó a calificarse como capital principal, del 8% de los activos ponderados por riesgo, y del 10% para aquellas entidades con elevados porcentajes de financiación mayorista y reducido acceso al mercado de capitales.

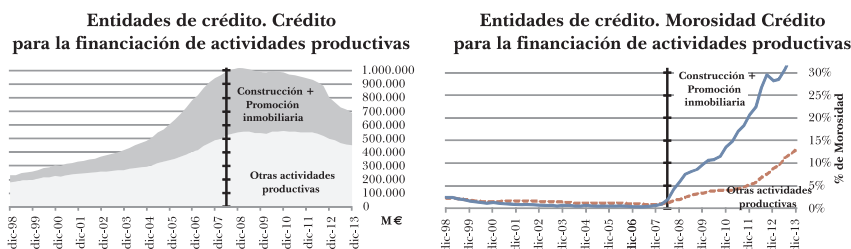
Previendo la posibilidad de que no todas las entidades puedan captar capital en los mercados de capital básico, en palabras de su exposición de motivos, el Real Decreto-ley modificó el régimen jurídico del FROB para permitirle la adquisición de acciones ordinarias (el llamado FROB 2), en condiciones de mercado, con carácter temporal y en el marco del régimen comunitario de ayudas de Estado, de aquellas entidades que no cumpliesen con los niveles de recursos propios exigidos y no pudiesen captar en el mercado los recursos necesarios. Las necesidades de recapitalización totales que hubo de afrontar el FROB se cifraron en algo más de 5.500 millones de euros.

En cuanto al esfuerzo en transparencia, orientado a despejar las incertidumbres sobre la verdadera situación de las entidades de crédito españolas que estaban afectando negativa e indiscriminadamente al acceso a la financiación y a su coste, se decidió hacer extensivas las pruebas de resistencia requeridas por las autoridades europeas a la casi totalidad de nuestro sistema financiero y publicar información adicional detallada de cada entidad, incluyendo el riesgo de la cartera de promoción y construcción inmobiliaria. Paralelamente el Banco de España (Circular 5/2011) requirió la publicación por parte de las entidades, mediante su inclusión en la memoria de las cuentas anuales, de su exposición al sector de la construcción y la promoción inmobiliaria, así como a la financiación para la adquisición de vivienda y el volumen de los activos adquiridos en pago de deuda.

Con el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, se acometió la modificación de los hasta entonces tres fondos de garantía de depósitos existentes (bancos, cajas y cooperativas) mediante la creación de un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, modificación que resultaba obligada para utilizar la totalidad de los recursos disponibles en el intenso proceso de reestructuración del sistema en benefi-

cio de otras partidas del presupuesto público y sin menoscabo de la garantía aportada a los depositantes, cuya cuantía se había incrementado hasta los 100.000 euros en 2008.

GRÁFICO 4



Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España.

3.5. EL PROGRAMA DE ASISTENCIA FINANCIERA DE 2012. MOU

El ejercicio 2012 estuvo marcado en lo económico por la crisis de deuda soberana de los países periféricos del área del euro y, en lo referente al sector bancario doméstico, por el programa de ayuda financiera suscrito con nuestros socios comunitarios y por dos Decretos referidos al incremento de las provisiones para insolvencias.

Desde mediados de 2011 el mercado albergaba dudas crecientes acerca de la capacidad de los países periféricos del euro, España entre ellos, para hacer frente a su deuda pública, llegando a cuestionarse la pervivencia del euro como moneda común, situación que quedaba reflejada en el progresivo incremento de las respectivas primas de riesgo que, en el caso español, alcanzó un máximo en julio de 2012 de nada menos que 638 puntos básicos respecto de la deuda a 10 años de Alemania.

Las dificultades para acceder a los mercados de deuda a precios razonables, la persistencia de la crisis, con nuestra economía nuevamente en recesión, la insuficiencia de las ayudas otorgadas a algunas entidades, incapaces de remontar la situación de deterioro, y el negativo impacto que sobre la financiación de nuestro sistema financiero estaban teniendo tanto la prima de riesgo del soberano como la incertidumbre acerca de la verdadera situación de solvencia de algunas entidades de crédito españolas, motivaron que el Gobierno suscribiera el julio de 2012 un programa de asistencia para la recapitalización de las entidades financieras, plasmado en un Memorando de Entendimiento (MoU, en sus siglas en inglés). Poco antes, en marzo, se completó el proceso de segregación de la totalidad del negocio financiero de las cajas de ahorros y su transferencia a entidades con la forma jurídica de banco.

El MoU planteó una hoja de ruta en torno a tres elementos:

- *determinación de las necesidades de capital de cada banco, mediante un análisis general de la calidad de los activos del sector bancario y una prueba de resistencia banco por banco, partiendo del análisis mencionado;*



- *recapitalización, reestructuración y/o resolución de los bancos débiles, sobre la base de planes que aborden los déficits de capital detectados en la prueba de resistencia; y*
- *segregación de los activos de los bancos que reciban apoyo público para su recapitalización, y transferencia de sus activos deteriorados a una entidad externa de gestión de activos.*

Las conclusiones de la evaluación realizada por un consultor externo independiente⁶ cifraron las eventuales necesidades de capital para el conjunto del sistema crediticio español entre 26 y 54 mil millones de euros, dependiendo del escenario proyectado. Más concretamente, de los 17 grupos analizados, siete (que suponían el 62% de la cartera de créditos) no presentaron ninguna necesidad adicional de recursos propios, mientras que para los otros 10 las necesidades identificadas se concentraban (un 86% del total) en las cuatro entidades que ya entonces estaban participadas mayoritariamente por el FROB⁷.

Las entidades analizadas se clasificaron en cuatro grupos: un grupo de entidades solventes, bien capitalizadas incluso en un hipotético futuro escenario macroeconómico muy desfavorable; un segundo grupo en el que sus reducidas necesidades adicionales de capital podrían ser cubiertas por sus propios medios o apelando al mercado, como de hecho ocurrió poco después; y dos grupos en los que fue necesaria la intervención del FROB con aportaciones en algunos casos adicionales a las realizadas previamente. A este fin se destinaron los aproximadamente 40 mil millones de euros (de los 100 mil millones disponibles) que el Gobierno de España recibió en préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

Conforme al calendario previsto en el MoU, las entidades inmersas en procesos de reestructuración o resolución transfirieron a la entidad de gestión de activos creada al efecto, la SAREB, los activos problemáticos (préstamos e inmuebles) derivados de sus riesgos con el sector inmobiliario.

3.6. LOS DOS REALES DECRETOS DE PROVISIONES DE 2012

Partiendo de la idea de que *disponer de unos balances saneados es un requisito básico para que las entidades financieras puedan cumplir con su función esencial de canalizar el ahorro hacia proyectos de inversión eficientes que fomenten la actividad, el crecimiento y el empleo*, el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, introdujo una serie de provisiones conducentes a lograr el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados negativamente por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario.

Provisiones que se concretaron en la exigencia de constituir, por una sola vez, una cobertura del 7 % del saldo vivo a 31 de diciembre de 2011 de las financiaciones que estuviesen clasificadas como riesgo normal relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, así como de incrementar los porcenta-

⁶ Véase: «Oliver Wyman estima que las necesidades de capital del sistema bancario español se acercan a 60.000 millones de euros». Banco de España. Nota de prensa, 28 de septiembre de 2012. http://www.bde.es/f/webbde/SSICOM/20120928/presbc2012_41.pdf

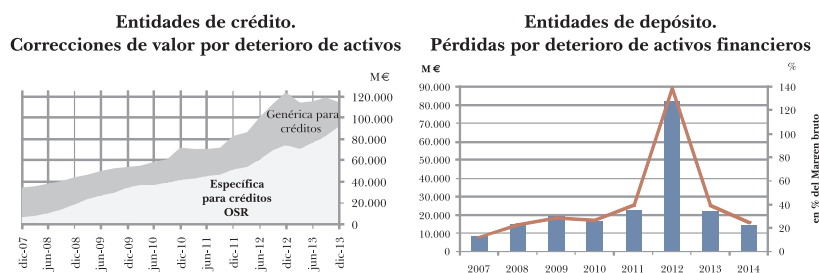
⁷ BANCO DE ESPAÑA. Informe Anual, 2012.

jes mínimos de cobertura para las operaciones crediticias de esta naturaleza calificadas como subestándar o dudosas y los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas; coberturas que las entidades de crédito debían completar antes de finalizar el ejercicio 2012.

Por su parte, el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, elevó la citada cobertura genérica para riesgos normales del 7 al 22% cuando la garantía estuviese constituida por construcciones en curso, y al 45% tratándose de suelo, e impuso la obligatoriedad de transferir a una sociedad anónima los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo, la construcción o la promoción inmobiliaria.

De forma paralela, el Banco de España publicó la Circular 6/2012 que amplió las obligaciones de divulgación de las entidades de crédito en sus cuentas anuales tanto individuales como consolidadas, con un elevado grado de detalle, de información relacionada con la exposición al sector de la construcción y la promoción inmobiliaria, los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas que se transfirieran a sociedades para la gestión de dichos activos y la concentración de riesgos tanto sectorial como geográfica. Se definieron en la norma los conceptos de operaciones de refinanciación, reestructuración, renovación o renegociación y se incrementaron igualmente las obligaciones de información relativas a este tipo de operaciones.

GRÁFICO 5



Fuente: Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España.

3.7. REFORMA DE LA CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS DEL BANCO DE ESPAÑA

Las centrales de información de riesgos desempeñan un papel fundamental en el mercado de crédito, en la medida en que contribuyen a limitar la selección adversa, acotar el nivel de riesgo agregado en el sistema, favorecer la estabilidad financiera y facilitar el flujo de crédito a la economía. Los criterios básicos de funcionamiento de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) se recogen en la Ley 44/2002, en cuanto al contenido de los datos que se han de declarar; su uso por el Banco de España y las entidades declarantes, así como respecto al derecho de acceso, rectificación y cancelación de los datos declarados, y faculta al Banco de España para desarrollar sus normas de funcionamiento.



En este sentido, y dando cumplimiento al compromiso adquirido con la firma del MoU, el Banco de España introdujo sustanciales mejoras en la CIRBE mediante la Circular 1/2013 ampliando la cantidad y calidad de los datos declarables. Reforma completada poco después con la Circular 5/2013 que elevó los requerimientos de información a las entidades sobre las garantías reales recibidas y sobre la actividad de financiación a las pequeñas empresas y a las microempresas, a fin de poder evaluar la política de financiación para con este tipo de sociedades.

A propósito de estas últimas, entre las medidas que permitirán mejorar su acceso a la financiación, el Banco de España modificó, mediante la Circular 4/2013, la norma sobre determinación y control de los recursos propios mínimos para ampliar la definición de PYME, alineándola con el concepto imperante a nivel europeo, que es el contenido en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas, lo que hará incrementar las operaciones consideradas como exposiciones minoristas, que tienen asignada una menor ponderación por riesgo de crédito.

3.8. REFINANCIACIÓN EMPRESARIAL

La actividad regulatoria no ha sido ajena a las necesidades de alivio de la carga y desapalancamiento de familias y empresas y, especialmente, en lo relativo a la deuda hipotecaria para adquisición de vivienda y a la refinanciación de deuda empresarial.

En cuanto a la primera, se han adoptado una serie de reformas tendentes a proteger a los deudores en situación de mayor vulnerabilidad: el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos; el Real Decreto-ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios; y la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

En cuanto a la deuda empresarial, la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, reguló la figura del emprendedor de responsabilidad limitada, gracias a la cual las personas físicas podrán evitar que la responsabilidad derivada de sus deudas empresariales afecte a su vivienda habitual bajo determinadas condiciones, e introdujo un mecanismo de negociación extrajudicial de deudas de empresarios, ya fueran personas físicas o jurídicas, que se encuentren en situación de insolvencia o que prevean que no podrán cumplir regularmente con sus obligaciones.

Y ya en 2014, el Real Decreto-ley 4/2014 abordó la mejora del marco legal preconcursal de los acuerdos de refinanciación, de forma que permitan contribuir al saneamiento de las empresas que, no obstante su elevado endeudamiento, siguen siendo productivas. Entre otros aspectos, la norma contempla la posibilidad de que, una vez iniciadas las negociaciones, se puedan suspender las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial del deudor; se introduce un nuevo supuesto de no rescindibilidad de los acuerdos alcanzados por el deudor con uno o más acreedores, siempre que signifiquen simultáneamente una mejora clara de su posición patrimonial y no conlleven una merma de los derechos



del resto de acreedores no intervinientes; aunque con una vigencia temporal limitada, se atribuye la calificación de crédito contra la masa a la totalidad de los que originen nuevos ingresos de tesorería, con exclusión de las operaciones de aumento de capital; y se prevé que quienes hayan adquirido la condición de socios en virtud de la capitalización de deuda acordada en el contexto de una operación de refinanciación, no serán considerados como personas especialmente relacionadas a efectos de calificar como subordinada la financiación por ellos otorgada como consecuencia de dicha operación.

Por su parte, el Real Decreto-ley 8/2014 creó un Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa destinado a promover la internacionalización de la actividad de las pequeñas y medianas empresas, a través de participaciones temporales, minoritarias y directas en el capital social de empresas españolas, y puso en marcha un programa a cargo del ICO de garantías y avales a favor de Organismos Multilaterales e Instituciones Financieras Internacionales con el fin de favorecer el apoyo de a las empresas españolas en su financiación y en sus procesos de internacionalización.

3.9. LA FINALIZACIÓN DE LAS REFORMAS

Los últimos compases del proceso de reestructuración del sistema financiero español, la necesaria adaptación a la nueva regulación europea en materia de solvencia de las entidades de crédito y el impulso a la financiación empresarial han marcado la actividad regulatoria a lo largo de los últimos trimestres.

Con la Ley 26/2013 se culmina la transformación de las cajas de ahorros, que, salvo dos de reducida dimensión, pasarán a ejercer a través de un banco su actividad financiera y se transformarán en fundaciones bancarias u ordinarias a través de las cuales podrán gestionar su participación en el capital de aquel y desarrollar las actividades benéfico sociales que han sido la nota característica de estas instituciones.

El Real Decreto-ley 14/2013 abordó las adaptaciones más urgentes del ordenamiento jurídico español a las novedades derivadas del bloque CRR / CRD IV al que hicimos referencia anteriormente, transponiendo parcialmente la Directiva 2013/36/UE y otorgando al Banco de España las competencias necesarias para hacer uso de las opciones que se atribuyen a las autoridades competentes nacionales en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, habilitación que dio lugar a la Circular 2/2014 relativa al ejercicio de dichas opciones regulatorias.

No obstante, los profundos cambios introducidos en la regulación prudencial de las entidades de crédito de la UE por la CRR/CRD IV, especialmente los derivados del hecho de que una parte muy significativa pasa a estar incorporada a un Reglamento comunitario de obligado cumplimiento sin necesidad de transposición; la concreción de la tan deseada Unión Bancaria en las primeras normas legales que le van dando forma, como el Reglamento de Mecanismo Único de Supervisión o la Directiva de Recuperación y Resolución; y, por último, la circunstancia de que el grueso del ordenamiento bancario de nuestro país descansase en normas con más de un cuarto de siglo de antigüedad, hacían necesaria una nueva Ley, la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión



y solvencia de entidades de crédito que deroga algunos de los hasta ahora pilares básicos de la legislación bancaria española como la Ley de Ordenación de 1946, la Ley 13/1985 de recursos propios y la Ley de Disciplina de 1988.

Finalmente, en lo relativo al impulso a la financiación empresarial, se mantiene la actividad legislativa, entre otras iniciativas representada por un Anteproyecto de Ley de regulación de las entidades de capital riesgo, un Anteproyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial y, ya como mayor alcance, las previstas modificaciones tanto de la Ley Concursal como del Código de Comercio.

4. A MODO DE CONCLUSIÓN

El recorrido efectuado a lo largo de las páginas anteriores nos deja un par de conclusiones inmediatas que no son precisamente halagüeñas desde la perspectiva de sus efectos sobre la oferta de crédito a empresas y familias: de una parte, el endurecimiento de la regulación bancaria global a fin de reforzar el sistema financiero ha hecho más gravoso, en términos de consumo de capital y por ende de coste, el mantenimiento de carteras crediticias en el balance de las entidades; y, por otro lado, y hablando en concreto de España, la profunda crisis económica y financiera ha pasado una abultada factura a las mismas, que ha requerido importantes esfuerzos de saneamiento y recapitalización y que, aún restablecido un entorno de mayor estabilidad y liquidez, les está aconsejando extremar las precauciones en el retorno a la actividad normal de financiación, que es por lo demás lo que los bancos desean.

Ahora bien, a la par que lo anterior también se está pudiendo observar una faceta mucho más esperanzadora, cual es la voluntad de las autoridades, tanto globales como españolas, de ir tratando por una parte de relajar aquellas exigencias adicionales introducidas que han comenzado a mostrarse excesivamente rigurosas –es muy loable el objetivo de estabilidad y resiliencia del sistema financiero, pero con un coste controlado en términos de crecimiento económico y empleo–, y por otra de completar la arquitectura del sistema de financiación de la economía real en su más amplia acepción añadiendo aquellos elementos que puedan echarse en falta. Siempre que no se trate de innovaciones en forma de reformas estructurales, o de impuestos sobre las transacciones financieras o asimilados, cuyas consecuencias no buscadas podrían resultar perniciosas.

El anterior es sin duda un camino para mitigar daños no deseados, pero quizá sea preciso referirse también a vías alternativas de financiación que van abriéndose paso y/o afianzando posiciones. Una de ellas es la de la banca en la sombra (*shadow banking*), a la que la mejor forma de desprenderle su estigma peyorativo consiste en enumerar los actores que forman parte de ella: compañías de seguros, fondos de pensiones, *hedge funds*, fondos de inversión cotizados (*ETFs*, siglas en inglés), fondos del mercado monetario, boutiques especializadas... Y otros menos institucionalizados, como la financiación entre empresas (*peer-to-peer lending*, *P2P*), o el crecientemente popular *crowdfunding* al que el Gobierno está dando entrada en España mediante la ya mencionada Ley de fomento de la financiación empresarial. Ante unos y otros, la banca tradicional no tiene nada que oponer, pero sí defender un principio cuya lógica se antoja aplastante: a misma



actividad, igual regulación. Cualquier otra cosa no provocará sino arbitrajes distorsionadores del terreno competitivo nivelado.

La otra vía es, evidentemente, el recurso directo a los mercados de capitales. Que no es en absoluto novedosa en Estados Unidos, donde *grosso modo* aporta a las empresas no financieras el 70% de sus necesidades frente al 30% procedente de los bancos. Pero en Europa la situación es exactamente la inversa, en incluso menos desarrollada en algunos países como el nuestro. Por ello es muy significativo lo que viene ocurriendo de un tiempo a esta parte, en que bastantes empresas españolas –y no sólo las integrantes del Ibex 35, por establecer un umbral del tamaño– están pudiendo realizar emisiones de bonos a un amplio rango de plazos, incluso sin disfrutar de calificación crediticia de agencia externa. Consiguen de esa manera unas estructuras de su deuda más equilibradas, menos dependientes, y en algunos casos más baratas. En consecuencia es en este sentido digno de destacar el lanzamiento reciente del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), proyecto no exento de dificultades, pero que ya ha empezado a dar acogida a títulos emitidos por empresas medianas.

Tendencias como la descrita están ya reflejándose en la evolución declinante tanto del stock como de las nuevas operaciones de crédito bancario de mayor volumen (superiores a 1 millón de euros) pero, en la medida en que contribuyan al robustecimiento del tejido empresarial, contarán con el apoyo pleno de las entidades bancarias españolas sin por ello renunciar a su labor tradicional de transformación del ahorro en inversión mediante la concesión de crédito, núcleo irrenunciable de su negocio.



MICROFINANZAS: MOTOR PARA IMPULSAR EL EMPRENDIMIENTO DE LOS MÁS DESFAVORECIDOS

MANUEL MÉNDEZ DEL RÍO PIOVICH
Presidente Fundación Microfinanzas BBVA

INTRODUCCIÓN

Con este artículo queremos explicar cómo las «Finanzas Responsables Productivas» son una alternativa clara y ética de financiación empresarial para las microempresas, y que por sí mismas pueden constituir un motor de desarrollo económico de las sociedades, y especialmente para impulsar el emprendimiento de las personas más desfavorecidas.

Para ello, comenzaremos abordando el cambio de tendencia que se está produciendo en la sociedad actualmente, caracterizada por altas tasas de desempleo y la escasez de oportunidades laborales. A continuación, abordaremos como el emprendimiento juega un papel central en la creación no sólo de autoempleo, si no también de empleo.

Seguidamente nos centraremos en explicar el rol de la intermediación financiera, y como el acceso a fuentes de financiamiento es clave para el nacimiento, desarrollo y existencia de los emprendimientos, para pasar a explicar los obstáculos que actualmente persisten en los mercados financieros para la atención de estas actividades productivas, especialmente para aquellos menos favorecidos.

Por último, explicaremos el modelo de Finanzas Responsables Productivas que, por su mismo fin y metodología de admisión y seguimiento, son un modelo de acercamiento responsable para la atención de los emprendedores de bajos ingresos.

1. UN CAMBIO DE TENDENCIA PREOCUPANTE

Durante la última década, los mercados laborales han estado sometidos a una presión excepcional en todo el mundo. A los cambios estructurales provocados por la globalización y las tecnologías de la información, se les ha añadido el menor crecimiento en que ha entrado la economía mundial, especialmente en los países desarrollados.

Se ha configurado un mercado laboral que crea menos empleo por cada unidad de producto que se genera. Claramente, la globalización ha facilitado la transferencia de tecnología y ha contribuido a una mayor eficiencia en la producción de bienes y servicios, lo que, por otro lado, parece estar propiciando una menor empleabilidad de las empresas. Así, por ejemplo, las tres compañías con capitalización bursátil de Estados Unidos en la actualidad:



Google, Apple y Microsoft, emplean en su conjunto a 226.000 personas, menos, por ejemplo, que Citi ó Wells Fargo, y prácticamente la décima parte que Walmart.

En estos diez años, la economía mundial ha intensificado su fuerte especialización. Asia se ha convertido en la gran manufacturera global, ampliando las oportunidades de empleo de alta productividad para sus habitantes, mientras que otros países han intensificado su aporte como exportadores de materias primas en sectores muy intensivos en capital y con menor generación de empleo.

Estos han estado sujetos a una fuerte apreciación de sus tipos de cambio, que han impulsado las importaciones, lo que aunado a una menor competitividad de muchos de sus sectores productivos, ha hecho que la mano de obra se haya movido desde sectores más productivos a menos productivos, incluyendo la informalidad.

Los países desarrollados han visto como se han corregido importantes burbujas en los sectores de mayor generación de empleos, que los colocan en una senda estructural de mayor desempleo.

Todo ello, ha conformado un escenario con distintos grados de alzas de las tasas de desempleo alrededor del mundo, siendo el empleo uno de los principales focos de atención de la economía del siglo XXI para los responsables de las políticas públicas.

En el mundo, hay más de 3000 millones de trabajadores. Alrededor de 1650 millones de personas están empleadas y cobran su sueldo regularmente. Otros 1500 millones trabajan en la agricultura y en pequeñas empresas familiares, en su mayoría en trabajos temporales o estacionales. La mitad de los trabajadores de los países en desarrollo están empleados en actividades que por lo general no van acompañadas de pagos regulares ni beneficios. La mayoría de trabajadores de los países más pobres están fuera del marco de la relación laboral típica que se establece entre un empleador y un empleado, encontrándose dentro del sector informal de la economía.

Alrededor de 200 millones de personas, entre las cuales un 40% son jóvenes entre 15 y 24 años, están desempleadas y buscan trabajo activamente. En los próximos 15 años se deberán crear 600 millones nuevos puestos de trabajo para absorber el aumento de la población en edad de trabajar.

Más preocupante aún es que casi 2000 millones de adultos en edad de trabajar, en su mayoría mujeres, ni trabajan ni buscan trabajo. El empleo es un factor determinante para lograr el desarrollo económico y social. Más allá de la importancia crucial que reviste para el bienestar individual, es el eje de muchos objetivos más amplios de la sociedad, como la reducción de la pobreza, el aumento de la productividad en toda la economía y la cohesión social.

Las tendencias mostradas abren una gran interrogante sobre el logro de estos objetivos tanto en el corto, como en medio y largo plazo. Parece claro que otras formas de iteración y la iniciativa individual serán los motores de las transformaciones estructurales futuras en el difícil mercado laboral y en la productividad.

2. EL ROL DEL EMPRENDIMIENTO

El emprendimiento juega un rol central tanto por su impacto en la mejora de la productividad de la economía, dado su papel en la creación de nuevos bienes o nuevos



métodos productivos, tanto por las mejoras en los procesos de gerencia y administración de las empresas, como en la creación de empleo.

Los emprendedores introducen innovaciones que permiten visualizar nuevas demandas, encontrar aplicaciones de mercado a nuevas tecnologías y coordinar eficientemente el uso de distintos factores de producción al interior de las organizaciones. Esta actividad emprendedora se ve plasmada en el nacimiento de empresas, las más exitosas de las cuales crecen a un ritmo muy acelerado, pasando de pequeñas unidades productivas a firmas medianas y grandes que venden productos en diversos mercados internos y externos.

Adicionalmente, el emprendimiento tiene también un rol en la generación de autoempleo. A los emprendimientos exitosos y creadores de empleos, se le agregan una gran cantidad de emprendedores que manejan una escala pequeña y, aunque muestran un bajo dinamismo en lo que respecta a la generación de nuevos puestos de trabajo, su papel en la generación de autoempleo es importantísimo.

Un análisis minucioso de las características de estos microempresarios, comparado con aquellos empresarios que emplean trabajadores, sugiere que aproximadamente solo un cuarto de ellos tiene potencial de crecer, generando más empleo, e innovar para contribuir a aumentar la productividad. El resto de ellos, tres cuartos del total, pueden ser catalogados como emprendedores de subsistencia, pero que no dejan de ser importantes por el impacto que generan en los niveles de pobreza de las sociedades donde operan. Muchos de estos microempresarios son autoempleados especialmente no calificados que en muchos casos estarían estructuralmente fuera del mercado laboral.

Sin entrar a considerar elementos como la falta de aptitud para el emprendimiento, se observa que en las distintas economías, no importando el grado de desarrollo que éstas tengan, existen una cantidad de talentos empresariales que no se explotan de la mejor manera o que no son sostenibles, en muchos casos por factores exógenos al propio emprendimiento.

3. EL OBSTÁCULO DE LA FINANCIACIÓN

Es natural que, a pesar que existan las condiciones naturales para llevar a cabo un emprendimiento, en la medida de que no existan instrumentos financieros para relajar la restricción de liquidez de los emprendedores, o para compartir el riesgo de sus emprendimientos, o no haya acceso a fuentes de información para el mejoramiento de procesos y de productos, la probabilidad de éxito y de supervivencia del emprendimiento sea muy baja.

De hecho al analizar, la evolución del emprendimiento a nivel global, se tiene que al quinto año un 60% de los emprendimientos han desaparecido, cifra que se eleva al 80% al cabo de los primeros 10 años, una altísima tasa de mortandad.

Al tratar de indagar los factores que más inciden en esta evolución, se tiene que uno de los aspectos centrales es la financiación, sobre todo en la medida que nos centramos en los emprendimientos de menores escalas, con importantes implicaciones en términos de pobreza y desigualdad.



Por ejemplo, en América Latina alrededor de un 20% de la población adulta está involucrada en la creación de algún tipo de emprendimiento, siendo una de las zonas del mundo con mayor tasa de iniciativa empresarial. La experiencia desarrollada por la Fundación Microfinanzas BBVA en siete países de América Latina y con más de 1.500.000 clientes muestra que buena parte de la actividad emprendedora en la región surge como una vía de escape ante la falta de oportunidades laborales, alcanzando esta relación el 40% ante la falta de mejores oportunidades o alternativas de empleo.

Desde la óptica de esta experiencia, la región tiene el potencial de impulsar aún más el emprendimiento como canal para salir de la pobreza y generación de bienestar, siendo una de las limitantes claves el que sólo 4 de cada 10 adultos de la región tiene acceso al sistema financiero.

El acceso a fuentes de financiamiento es central para el nacimiento, desarrollo y supervivencia de las actividades productivas de cualquier naturaleza. Las fuentes de financiamiento son múltiples y resulta común que los emprendedores obtengan fondos de diversos orígenes de manera simultánea, incluidas aquellas de carácter informal para los emprendimientos más pequeños.

4. LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros son el ejemplo clásico de los mercados imperfectos debido a la propia naturaleza del producto que se intercambia, que depende en buena medida de la información que cada parte tiene sobre la otra y de la confianza que tenga en sus acciones y sus planes. En el caso del emprendimiento, la naturaleza de estos problemas de información evoluciona en la medida en que el emprendimiento va madurando, y eso genera necesidades de instrumentos financieros diferentes en cada etapa.

Estas fallas de mercado derivadas de la información imperfecta y asimetrías de información determinan en qué medida estos emprendedores, pobres, no pueden recaudar fondos externos para iniciar proyectos, y están sujetos al racionamiento financiero.

Estas asimetrías de información cobran especial relevancia en la medida que nos manejamos en la esfera de los emprendedores que cuentan con una menor cantidad de activos, están en situación de vulnerabilidad o pobreza y que deben, en la mayoría de los casos, recurrir a recursos de familiares y de conocidos, cuando no a prestamistas y usureros. Esto hace que en muchos casos se inhiba la creación de microempresas o se ponga en riesgo las actividades que se emprenden.

Estas dificultades evitan además buena parte de los spin-off, es decir la creación de una nueva empresa por la capitalización de ideas, recursos y conocimientos de la experiencia previa, fundamentalmente por no poder contar con fuentes estables de financiación y por la incertidumbre que esto representa para potenciales emprendedores que se encuentran en el mercado laboral formal.

Existe una clara correlación positiva entre la tolerancia al riesgo y la decisión de emprender. En este sentido, hay una relación no lineal entre la tolerancia al riesgo y el éxito empresarial. Tanto los individuos con muy baja aptitud para enfrentar situaciones de incertidumbre, como aquellos con una alta tolerancia, tienen menos proba-



bilidad de que sus negocios sobrevivan respecto de aquellos con una tolerancia al riesgo media.

Por otro lado, también se ha visto que los individuos que poseen esta cualidad de tolerancia al riesgo se benefician más de los programas de capacitación para el emprendimiento que aquellos que no poseen esta característica.

Además de la ausencia de la información habitual a la que está acostumbrado el sector financiero tradicional, éste se enfrenta a múltiples obstáculos para atender esta demanda, entre ellos las dificultades para contar con garantías y colaterales dentro de un débil marco institucional con ausencia de registros de propiedad y un sistema jurídico poco eficiente a la hora de ejecutar garantías, en el caso que las hubiese, en la mayoría de los países que requieren del emprendimiento como un canal para generar riqueza en la base de la pirámide.

5. ENTIDADES MICROFINANCIERAS

Estas limitaciones de la banca tradicional para hacer frente a las necesidades de estos segmentos de emprendedores, ha venido siendo cubierta por instituciones microfinancieras que han desplegado alrededor del mundo en los últimos treinta años, un conjunto heterogéneo de instituciones que coexisten con diversas metodologías y grados de formalidad.

Además del citado grado de formalidad, desde el punto de vista del crédito, las instituciones se caracterizan por la naturaleza de las principales actividades que emprenden. En este sentido, existen instituciones que mayoritariamente se dedican a préstamos individuales, que valoran los flujos y/o las capacidades de los clientes. Normalmente cuentan con productos de ahorro y seguro en la medida que son instituciones reguladas y supervisadas.

Otras instituciones adoptan la modalidad de créditos grupales solidarios en el que se agrupan entre 5 y 8 personas, que reciben capacitación y asistencia. Tras una revisión de las solicitudes, se concede la financiación en función de sus necesidades, pero la responsabilidad es solidaria y el coordinador del grupo se encarga de recaudar los pagos periódicamente. Adicionalmente operan los bancos comunales que agrupan entre 30 y 50 personas. Tras una capacitación inicial se transfiere un capital que comienza a prestarse para actividades generadoras de ingreso. La garantía también es mutua por lo que los propios miembros presionan para que las devoluciones se realicen y el «banco» funcione. Los primeros préstamos son muy pequeños, el repago y los ahorros depositados permiten acceder progresivamente a mayores montos.

La experiencia indica que en la actuación de instituciones formales, con sólidos gobiernos corporativos, son las que han mostrado un mayor éxito, sostenibilidad e impacto en el sector, mientras que el resto de las instituciones tienden a tener un ciclo de vida más corto con impactos más difusos. Así mismo, tienen mejores atributos, lo que les permiten acceder a los mercados financieros con menores costes de capital y de fondeo.

Los créditos individuales en cualquiera de sus modalidades han mostrado ser más eficientes para fomentar el emprendimiento en el medio y largo plazo. Permiten intro-



ducir una mayor productividad que las otras modalidades. No obstante, la evidencia muestra que los créditos grupales generan resultados de mayor alcance en los segmentos de mayor pobreza y con buena probabilidad de éxito en una primera fase, si bien va declinando su efectividad en fases sucesivas por la disminución de la productividad media de los grupos, y por la propia dinámica de ciclos de financiación, que actúan como un corsé para los emprendedores de mayor capacidad de crecimiento.

6. FINANZAS RESPONSABLES PRODUCTIVAS

La experiencia de la Fundación Microfinanzas BBVA muestra que los resultados diferenciales en impulsar el emprendimiento se logran con un modelo que impulse la generación recurrente de excedentes por parte de los emprendedores, y que constituya, en la práctica, un cambio estructural de la función de ingresos de los emprendedores.

Para el logro de este objetivo, la Fundación Microfinanzas BBVA ha desarrollado una metodología propia que se denomina Finanzas Responsables Productivas, por considerarlo el camino de intermediación más eficaz y sostenible para impulsar el emprendimiento en los segmentos más desfavorecidos y luchar contra la pobreza.

El análisis de los elementos que han permitido a las personas salir de la pobreza, muestra que la iniciativa individual explica el 77% de los casos en los que esto ha sido posible, siendo la exclusión financiera el principal freno.

Un modelo y especialidad cuyo objetivo final es el éxito del cliente, lo cual se busca, no sólo a través de la oferta de servicios financieros en su visión más amplia (crédito, seguros, ahorro, etc.), respondiendo a las necesidades del emprendedor a lo largo de su ciclo de vida, si no también a través del acompañamiento integral del cliente, desarrollando su cultura financiera y empresarial, mediante asesoría y capacitación.

En la práctica es un modelo que va de la mano del emprendedor, con la responsabilidad de lograr una inclusión financiera y social permanente, que evite el sobreendeudamiento, y al mismo tiempo hace que las instituciones que los atienden de esta manera sean sostenibles. Para ello es necesario que la actividad productiva genere rendimientos con los que se pueden cubrir todos los costes en los que se incurre y además obtener un beneficio en condiciones de mercado.

Este enfoque se aleja radicalmente del asistencialismo, fomenta la creación de valor y fuentes permanentes de empleo, constituyendo un modelo de desarrollo económico y social sostenible e inclusivo para los emprendedores.

Por el contrario, los modelos asistencialistas habituales en la base de la pirámide, introducen distorsiones en los sectores en los que operan los emprendedores que tienen acceso a ellos. Este enfoque utiliza con frecuencia los subsidios que constituyen, en la práctica, una especie de «dumping» con respecto a otros emprendedores que no tienen acceso al subsidio, por lo que terminan siendo expulsados de los mercados, a pesar de ser eficientes, al no poder competir en situaciones de competencia desleal. Esto es más evidente aún en la medida que, en una segunda fase, desaparece el subsidio, y dejan de ser viables estos emprendimientos al desaparecer su principal fuente de beneficio.



Asimismo, tiene efectos nocivos en estos segmentos de emprendedores al descontar la utilidad del consumo: El disfrute presente es preferido al disfrute futuro en estos entornos. Esto es particularmente cierto en sectores que incorporan mucha incertidumbre y volatilidad en sus ingresos.

En este sentido, la preferencia por el corto plazo, unida a la baja o inexistente cultura financiera, puede inducir a comportamientos de sobreendeudamiento.

En líneas generales, si el emprendedor que se endeuda no es consciente de la deuda adquirida, o no considera el alto coste de incurrir en default, puede escoger un nivel de deuda superior del asumible.

Por otro lado, si la deuda adoptada no genera un cambio estructural de los ingresos, dicho en otros términos, no genera excedentes mayores al coste de la deuda y al resto de costes, el emprendedor, que debe pagar la deuda, podría verse abocado a una gran pérdida de bienestar debido al esfuerzo financiero, que volatiliza sus ahorros para pagar la deuda.

En ambos casos, existe un coste adicional muy importante, que es el que implica no pagar la deuda, cuya primera consecuencia es, en muchos casos, la pérdida del acceso, y la salida permanente del sistema financiero al ser informados a los burós de crédito.

Las Finanzas Responsables Productivas reconocen estos rasgos estructurales de este tipo de emprendedores y se apoyan en un modelo diferencial de riesgo y de banca relacional, donde se busca subsanar las limitaciones propias que tienen este tipo de emprendedores que hacen que sean sujetos racionados en el mercado financiero.

Para ello, se analizan las condiciones de producción y de vida que posee el emprendedor y se ayuda a construir su balance, su cuenta de resultados y asesorar sobre las necesidades de financiación, etc. que mejor casen con los objetivos que busca el emprendedor.

Esto permite una mejor aproximación a la medición del riesgo de crédito del cliente: por una parte la determinación de la capacidad de pago del cliente informal y sus necesidades de financiación reales, y por otra la evaluación de la voluntad de pago del mismo.

Esta aproximación inicial, en una fase de desconocimiento de la potencialidad real de emprendedor, es sustituida por modelos más sofisticados en cada uno de sus componentes, en la medida que se avanza en el ciclo de vida del emprendimiento.

Las Finanzas Responsables Productivas permiten una mejor aproximación sobre los retornos del mercado y permiten aterrizar mejor las percepciones y expectativas iniciales que también resultan importantes para la conformación de emprendimientos. Dado que las decisiones empresariales se toman en un entorno de incertidumbre, existe el riesgo de una disparidad entre lo que los agentes creen que serán sus rendimientos y lo que estos podrían ser, en virtud de sus verdaderas aptitudes y las verdaderas condiciones del mercado. Esto, obviamente, da pie a desencuentros, puesto que personas potencialmente capaces se podrían ver excluidas del mercado por desconocer su propia capacidad y/o por subestimar los retornos de llevar a cabo un emprendimiento. También sucede lo contrario, esto es, que haya personas que sobreestiman lo que efectivamente puedan obtener; lo que pueda conducir a una sobreestimación de la demanda y a una baja tasa de supervivencia.



Adicionalmente, este acercamiento permite construir una senda de subsistencia de los emprendimientos menos ambiciosos, que son producto de la búsqueda de una salida a la situación de desempleo y exclusión, permitiendo una mejora del nivel de vida de esos grupos y su salida de la pobreza.

No menos importante es reconocer los emprendimientos de mayor innovación, con mayor recorrido, que en muchos casos se pierden en una primera fase, por no contar con un acompañamiento idóneo en el ciclo de vida de dicho emprendimiento, y que constituyen focos de mejora de la productividad y verdaderas incubadoras de potenciales empresas, con capacidad empleadora y transformadora de los mercados en los cuales operan.

Esto explica en cierta medida el corto recorrido de los emprendimientos en muchos países en desarrollo. En los países de altos ingresos, las pequeñas y medianas empresas (pymes) son responsables de más del 50% del PIB y más del 60% del empleo, pero en países de bajos ingresos son menos de la mitad: el 30% del empleo y el 17% del PIB.

La evidencia muestra claramente que el retorno de capital es alto para este segmento. En estos países, las pymes tienen poca presencia porque, entre otras cosas, el financiamiento no está llegando a ellas, siendo el acceso al financiamiento una barrera significativa, lo que en sí mismo apunta a una gran oportunidad de beneficio para aquellos que sean capaces de financiar con éxito estas firmas.

El modelo de Finanzas Responsables Productivas permite que muchas de las microempresas, puedan convertirse en pymes generadoras de empleo formales, permitiendo abordar necesidades de inversiones más grandes y más arriesgadas, con flujos de caja positivos.

Este enfoque permite una mejor evaluación del potencial del emprendedor y su propuesta de negocio, con sustanciales menores costos de transacción y una más afinada evaluación del riesgo, que constituyen los principales factores inhibidores del desarrollo de las pymes en las economías en desarrollo.

En conclusión, los niveles de pobreza, desigualdad y el desempleo estructural que están conformando las economías, especialmente las no desarrolladas, requieren que se fomente la actividad emprendedora, creando las condiciones para que tanto los potenciales empresarios con talento, como aquellos que ven en el emprendimiento una buena oportunidad para autoemplearse y/o aprovechar su experiencia en el mercado laboral formal, puedan crear empresas que fomenten el empleo y la productividad. Ambos grupos de emprendedores son valiosos ya que en distintos grados son generadores de riqueza y bienestar en la sociedad.

Para ello, se requieren nuevas formas de abordar la principal restricción a la que se enfrentan, que no es otra que la falta de acceso de financiación. Modelos como el de Finanzas Responsables Productivas incrementan la probabilidad de éxito de estos emprendimientos y permiten además que muchas de las microempresas existentes puedan dar el salto a pymes, que constituye una de las principales tareas pendientes para el crecimiento sostenible y la estabilidad social de las economías en desarrollo.



BIBLIOGRAFÍA

- Acs, Z. y Amorós, J. (2008). Entrepreneurship and Competitiveness Dynamics in Latin America. *Small Business Economics*, 31(3).
- Aghion, P., Howitt, P. y Mayer Foulkes, D. (2005). The Effect on Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1).
- Aghion, B Y J. Morduch (2005), *The Economics of Microfinance*, MIT Press.
- Armendáriz, B. y J. Morduch (2005), *The economics of microfinance*. MIT Press
- Asheim, B.T. y Parrilli, M.D. (2012) *Interactive Learning for Innovation*. Basingstoke Palgrave Macmillan.
- Banco Mundial (2014), *El Emprendimiento en América Latina: Muchas Empresas y poca Innovación*. Estudios del Banco Mundial sobre América Latina.
- Banerjee, A. y E. Dulfo 2011, *Poor Economics*. Public Affairs.
- Baumol, W. (1990). Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive. *Journal of Political Economy*, 98(5).
- Baumol, W. (2010). *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*. Princeton: Princeton University Press.
- Beaudry, P. y Francois, P. (2010). Managerial Skills Acquisition and the Theory of Economic Development. *Review of Economic Studies*, 77.
- Caliendo, M., Fossen, F. y Kritikos, A. (2009). Risk attitudes of nascent entrepreneurs. New evidence from an experimentally validated survey. *Small Business Economics*, 32(2).
- Caliendo, M., Fossen, F. y Kritikos, A. (2010). The Impact of Risk Attitudes on Entrepreneurial Survival. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76 (1)
- Di Placido G, (2011), *The impact of microfinance*, Madrid, Fundación Microfinanzas BBVA, Mimeo.
- Gindling, T. H., y D. L. Newhouse. (2012). *Self-Employment in the Developing World*. Policy Research Working Paper 6201, World Bank, Washington, DC.
- Global Entrepreneurship Monitor (2012) *Extended Report: Entrepreneurs and Entrepreneurial Employees Across the Globe*.
- Levine, R. (2004). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levine, R., N. Loayza, y T. Beck. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics* 46.
- Lloyd-Ellis, H. y D. Bernhardt, (2000), Enterprise, Inequality and Economic Development, *Review of Economic Studies*, 67.
- Organización Internacional del Trabajo (2013), *Tendencias Mundiales del Empleo*.
- Richard, K. y Laffont, J. (1979). A general equilibrium entrepreneurial theory of firm formation based on risk aversion. *Journal of Political Economy*, 87(4).
- Roberts, P y Johnson, S. *Data-Driven Insights about Impact Entrepreneurs and Accelerators*. 2013 Mid-Year Data Summary.



Stewart Jr., W. H. y Roth, P. L. (2001). Risk propensity differences between entrepreneurs and managers: A meta-analytic review. *Journal of Applied Psychology*, 86(1).

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.

C. FINANCIACIÓN VÍA MERCADOS DE CAPITALES



LA BOLSA SE ABRE A MÁS EMPRESAS. EL POTENCIAL DEL MAB

ANTONIO GIRALT SERRA

Presidente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

JESÚS GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ

Director Gerente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

1. LA IMPORTANCIA DE OBTENER CAPITAL EN LOS MERCADOS DE ACCIONES

Desde la perspectiva económica, una de las funciones primordiales del mercado de capitales, y más concretamente de la bolsa es la de contribuir a la financiación empresarial. Al compás del crecimiento y desarrollo experimentado por las bolsas y en función de la situación financiera, las empresas recurren en mayor o menor medida a la vía bursátil como alternativa de financiación de sus inversiones, reforzando sus propios recursos.

Con todo, por regla general, el número de empresas cotizadas es escaso, si se compara con el total de empresas existentes en las distintas economías. Esta característica que se repite con más o menos intensidad en todos los países, según la estructura y composición del tejido empresarial de cada uno de ellos, obedece a las dificultades regulatorias y económicas de acceso a este mecanismo de financiación por parte de las empresas de dimensiones medianas y pequeñas, por otro lado las más numerosas.

Tradicionalmente, aparte de la financiación aportada por los socios de una PYME, la única fuente de financiación empleada ha sido el crédito bancario. Las PYMES españolas no se han acercado al mercado de valores y han consolidado la convicción en la mayoría de los empresarios medianos y pequeños de que no sólo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban. Este modelo de financiación es poco sostenible, y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito.

Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, sólo un 20% de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50% en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70% en Estados Unidos. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de PYMES, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es muy reducida.

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la PYME a través de fondos propios se convierte en una necesidad. Sin embargo, como veremos más adelante, han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de men-



talidad en los propietarios de la PYME, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de perderse el miedo a la posibilidad de pérdida de control en la compañía. Junto a ello, las PYMES que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización.

En este contexto, a la vía de la cotización en la bolsa tradicional, se añadió en 2009 la creación por parte de Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra a las cuatro bolsas españolas, del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB), www.bolsasymercados.es/mab, su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas de reducida capitalización que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad, con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición, con una regulación más flexible, diseñada específicamente para ellas, y unos costes inferiores y unos procesos adaptados a sus singularidades.

En referencia a la financiación, tanto la Bolsa como el MAB constituye un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios, vía ampliaciones de capital y OPSs, con los que sustentar el crecimiento/expansión empresarial, uno de los objetivos básicos de las empresas en un entorno cada vez más competitivo. El crecimiento de los recursos propios aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero, contribuyendo a mantener el equilibrio entre fondos propios y ajenos.

Las empresas cotizadas tienen además la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Esta fórmula ha sido utilizada intensivamente por las grandes empresas cotizadas en bolsa española, cuya financiación obtenida a través de bolsa ha situado a BME en los primeros puestos entre las bolsas internacionales en los últimos años, como puede verse en el siguiente cuadro.



CUADRO 1. FLUJOS DE FINANCIACIÓN CANALIZADOS POR BOLSAS INTERNACIONALES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bolsa de Nueva York	136.984	280.258	234.177	208.105	111.330	124.244	172.902
Bolsa Española (BME)	116.770	32.378	20.610	36.870	53.286	36.954	42.344
Bolsa de Hong Kong	75.737	54.897	81.367	110.528	63.049	39.375	48.850
Bolsa de Londres	92.209	132.332	103.928	59.874	41.224	n.d.	47.542
Euronext (Europa)	n.d.	195.899	129.197	16.086	20.578	63.874	29.861
Bolsa de Tokio	17.185	13.155	65.905	53.441	20.876	63.874	36.754
Nasdaq OMX	40.425	9.326	7.966	8.243	10.958	23.313	17.418
Bolsa Alemana	n.d.	n.d.	135	839	3.456	4.892	8.183

Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE).

Nota: incluye ampliaciones de capital, OPVs de acciones iniciales y posteriores y salidas a Bolsa sin OPV.

2. BARRERAS DE ACCESO DE LAS EMPRESAS A LOS MERCADOS DE VALORES

Con carácter previo al análisis de las oportunidades que ofrecen los mercados de valores a las empresas debemos reflexionar brevemente sobre las barreras que han venido encontrando para poder acceder a aquellos.

Cuatro grandes razones se pueden considerar a la hora de explicar este comportamiento. En primer lugar, la abundancia del crédito y la eficacia del sistema bancario en España en los últimos veinticinco años. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no sólo remitir periódicamente ciertos estados financieros sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

Sobre el sistema crediticio español se ha escrito en profundidad en los capítulos anteriores. Basta repetir que su eficacia tradicional ha situado al crédito bancario como la fuente de financiación casi exclusiva de la empresa mediana y pequeña en España, lo que se ha tornado en una debilidad muy peligrosa con la llegada de la crisis.

Ha quedado claro en los últimos años que esta dependencia excesiva debe compensarse con una mayor apertura a otras fuentes de financiación, empezando por aquellas vinculadas al capital de las compañías. Y en particular, debe fomentarse el acceso de las empresas a los mercados de valores.

En cuanto al peligro de perder el control de la compañía por haber salido a bolsa, se trata sin duda de un mal entendimiento de la normativa bursátil. Para salir a bolsa solo hace falta que la difusión accionarial entre inversores sea del 25% del capital. Y en el



MAB ese requisito se reduce a una cifra concreta, dos millones de euros. Nadie está obligado a ceder más porcentaje del control que éste.

La tercera barrera sería la necesaria presentación de una mayor información que pueda ser aprovechada por terceros en contra de la propia empresa o sencillamente, resulte muy complicada de reunir.

Una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información financiera que estos y otros socios potenciales necesitan para tomar sus decisiones. Este cambio es en primer lugar un cambio en la actitud, en la filosofía, en la cultura de la empresa. Pero también debe acompañarse de los necesarios procedimientos para que su gobierno y su transparencia se impliquen en el día a día de la compañía y el circuito de información fluya adecuadamente.

A pesar de todo, debemos reconocer que la legislación bursátil se ha diseñado pensando en las empresas más grandes, cuyo accionariado es el más difundido. En un contexto normativo cada vez más exigente, las empresas más pequeñas, con menor capacidad de producción de información sofisticada y menos recursos que dedicar a su asesoría jurídica, no han merecido un tratamiento en la normativa bursátil adaptado a sus capacidades.

Por último, en cuanto a los costes, no puede menospreciarse su importancia pues, en el extremo, para una empresa muy pequeña (p.ej. una que desee obtener 10 millones de € en su salida al mercado) pueden alcanzar un 10% de los recursos obtenidos. Sin embargo, los costes se pagan una sola vez y en las ampliaciones de capital posteriores se reducen sensiblemente. Además, se detraen del capital obtenido, por lo que en cierto modo son los nuevos accionistas los que pagan. La competencia que irá surgiendo en torno a estos mercados para empresas pequeñas cabe esperar que reduzca estas cifras.

3 MERCADOS ALTERNATIVOS DE EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO EN EUROPA. EL MAB. REGULACIÓN COMPARADA

3.1. MERCADOS ALTERNATIVOS PARA EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO EN EUROPA

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco solo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características orientados a empresas en crecimiento de tamaño pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, como el Nasdaq en alguna medida o el AIM británico, en los últimos años en Europa continental comienzan a extenderse experiencias que tratan de abrir hueco en los mercados bursátiles a empresas de tamaño reducido.

Esta es la clave del MAB y la alternativa que desde hace años está funcionando en otros países y ha beneficiado a muchas compañías. Una buena referencia es el mercado alternativo londinense, AIM, con una antigüedad de 19 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En diciembre de 2013, no alcanza este número, sino que ronda las



1.100 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es lógico: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y muchas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

El AIM inició su andadura en 1995 como un mercado dedicado a empresas del Reino Unido que no tenían los recursos, ni el tamaño ni la notoriedad suficiente para poder acceder a un mercado de capitales. Después de los 10 primeros años dedicados por completo a empresas británicas comenzó a ofrecer acceso a las empresas internacionales también. El carácter internacional, impulsado por la condición de Londres como plaza financiera global es posiblemente la mayor diferencia de AIM respecto a otras alternativas.

AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación consolidada, el apoyo del gobierno y unos asesores (auditores, abogados, consejeros) que llevan años dedicándose a este tipo de empresas. Pero sobre todo, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores. Se prima la innovación, el carácter emprendedor competitivo y transparente. A diferencia de la forma de entender de Europa continental, el anglosajón suele crear una empresa con intención de abrir su accionariado, si eso le ayuda a crecer y no rechaza la idea de venderla y comenzar con otra, si el precio es adecuado. El «free-float» o porcentaje de acciones en manos del público supera el 65% en la mayoría de las empresas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria. La capitalización total del AIM es de 76.000 millones de libras.

Es importante resaltar la participación relevante de pequeños inversores minoristas, que han llegado a representar el 54% de la base de clientes.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por NYSE Euronext en Francia, que cuenta en diciembre de 2013 con 184 compañías y una capitalización de 7.200 millones de euros.

Ambas experiencias son un buen precedente y un acicate adicional para desarrollar un mercado en España que cubra el segmento empresarial análogo.

3.2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB): DEFINICIÓN, CONDICIONES DE ACCESO E INFORMACIÓN PÚBLICA

El MAB no es la bolsa tradicional. Es más bien una bolsa paralela a la bolsa. Al amparo de la última regulación de directivas comunitarias, se denomina Sistema Multilateral de Negociación (SMN). Es un mercado promovido por BME y supervisado por la CNMV. La regulación del MAB no es la que se aplica tradicionalmente a las compañías que cotizan en Bolsa. Esto ocurre tanto en España como en otros países. Por lo tanto, no está pensado para empresas muy grandes con grandes estructuras y equipos donde el tamaño permite dedicar grandes recursos a satisfacer abundantes exigencias regulatorias. Está pensado para empresas más pequeñas.

La regulación de este mercado ha sido diseñada específicamente para ellas. Los costes y los procesos que apareja la cotización en el mercado también están adaptados a esas características.



Las compañías que soliciten su incorporación al MAB deberán ser sociedades anónimas que estén comercializando productos o servicios y que cumplan los siguientes requisitos:

- Cuentas auditadas, bien en el estándar contable nacional, bien en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o *US GAAP*.
- Contar con una parte de su capital en manos de accionistas minoritarios, cuyo valor estimado supere los dos millones de euros. Esta mínima difusión previa, caso de no contarse con ella antes de cotizar en el MAB, podrá alcanzarse mediante una oferta de venta o suscripción simultánea a la incorporación. No hay, pues, un tamaño mínimo, sino una difusión mínima.
- Designar, con carácter permanente, un Asesor Registrado: que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- Designar un proveedor de liquidez: suscribir un contrato con un intermediario financiero que facilite la negociación.

En el momento de su incorporación al mercado y dependiendo de las características de la colocación (OPV, OPS, oferta privada, etc.) es necesario facilitar una documentación informativa inicial que permita a los inversores formarse un juicio correcto de la situación financiera y jurídica de la compañía, de sus estrategias y perspectivas.

Recibida la solicitud y previa valoración de la idoneidad de la compañía por parte del Asesor Registrado, el MAB evaluará los requisitos exigidos y decidirá, en su caso, su tramitación e incorporación.

Con independencia de los anteriores requisitos formales las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán asumir un nivel de transparencia adecuado; nivel que va a implicar un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación, a través de diferentes mecanismos. No se trata sólo de cumplir las normas establecidas, sino de actuar siempre pensando en los accionistas que ahora van a acompañar a la empresa y que merecen el máximo respeto y atención.

Con carácter periódico la compañía tendrá que facilitar al mercado información financiera y contable. Cada semestre remitirá los Estados financieros no auditados, y en su caso, las previsiones de negocio y grado de cumplimiento y con carácter anual, los estados financieros auditados.

Adicionalmente, la compañía deberá comunicar de inmediato los hechos relevantes que se produzcan, es decir, aquellas circunstancias o acontecimientos que puedan afectar al precio de la compañía. En este punto es muy importante la labor de orientación y la sensibilidad que aportará el Asesor Registrado, que ayudará a la empresa a distinguir qué hechos deben considerarse relevantes y cuándo comunicarlos.

Todas las informaciones exigibles a la compañía, al margen de las obligaciones que establezca la legislación general, deberán remitirse al MAB, previa revisión del Asesor Registrado y publicarse en la página web de la empresa para su mejor difusión. También el MAB las difundirá a través de su página en internet.



Como se puede ver, el procedimiento y la forma de incorporar las empresas al mercado es similar al proceso habitual que se sigue en la Bolsa, si bien aparecen nuevos actores y cambian agentes ante quienes hay que sustanciar los expedientes, pues la gestión del contacto con la compañía se lleva a cabo desde el MAB si no hubiera oferta pública y la intervención de la CNMV aparece más en el ámbito supervisor.

3.3 REGULACIÓN COMPARADA

Muchos elementos del diseño del AIM británico o el Alternext francés encajan bien en la mentalidad y las necesidades de empresa e inversores españoles y, en este sentido, se han tenido en cuenta en el diseño del MAB. Como es natural, otras peculiaridades aportan menos ventajas o tienen difícil cabida en la normativa española. En todo caso el diseño normativo de los tres mercados (AIM, Alternext y MAB) es muy similar, como puede comprobarse en el siguiente cuadro. Quizás pueda decirse que MAB es algo más exigente con la difusión accionarial previa, al exigir un «free-float» superior a los 2 millones de € y con la necesidad de que el negocio desarrollado por la empresa candidata ya esté en marcha y no sea sólo un proyecto.

CUADRO 2. REGULACIÓN DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EUROPEOS

Concepto	AIM	ALTERNEXT	MAB
Año de inicio del mercado	1995	2005 París 2006 Bruselas y Ámsterdam	2009
Nº de empresas listadas (Dic. 2013)	1.087 empresas	184 empresas	23 empresas
Capitalización bursátil (Dic.2013)	75.928 millones libras	7.163 millones USD	1.677 millones €
Requisitos de admisión y registro exigibles a la empresa emisora	<ul style="list-style-type: none"> • No exige mínimo de <i>free-float</i>. • No exige nº mínimo de accionistas. • No exige antigüedad (<i>track record</i>) • “Admission document” o folleto aprobado FSA. • Designar Nominated Advisor • Designar Broker 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: 2,5 M € si OPV o colocación privada. • Nº de accionistas: al menos 5 no relacionados. • Cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios. • “Offering Circular” o folleto aprobado por AMF • Designar Listing Sponsor • Broker voluntario 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: 2 M € si OPV o colocación privada • Nº mínimo accionistas: varios (sin definir) • Cuentas auditadas tres últimos ejercicios. • Documento Informativo o folleto ante CNMV • Contar con un asesor registrado. • Designar un proveedor de liquidez.

(Continúa)



CUADRO 2. REGULACIÓN DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EUROPEOS (Continuación)

Información Periódica	<ul style="list-style-type: none"> • Estados financieros anuales auditados. • Informes semestrales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Estados anuales auditados. • Informes semestrales 	<ul style="list-style-type: none"> • Estados anuales auditados • Informes semestrales
Información Puntual	<ul style="list-style-type: none"> • Transacciones sustanciales. • Transacciones con partes relacionadas. • Toma de control inversa (<i>reverse takeover</i>). • Cambios sustanciales en el negocio. • Agregación de transacciones. • Otra información sobre gobierno corporativo, accionistas de referencia, cambios en directores, denominación, domicilio, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Información relevante • Cambios en la propiedad • Operaciones de la dirección. 	<ul style="list-style-type: none"> • Toda información relevante (concepto LMV) • Participaciones significativos (+ de 10%) • Operaciones realizadas por administradores y directivos (+ de 1%) • Pactos parasociales que afecten a transmisibilidad o afecten al derecho a voto.
Web	Si	Sí	Sí

4. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS MEDIANAS EN LA BOLSA Y EL MAB

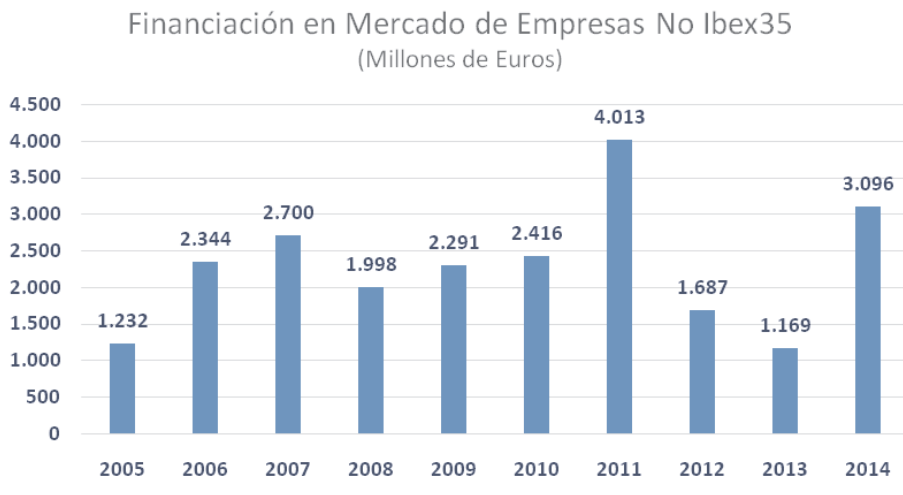
Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso aquellas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. Hay muchas empresas medianas españolas que han accedido al mercado bursátil y lo han utilizado de modo eficaz. Si analizamos el siguiente cuadro, podemos afirmar que la bolsa también ha financiado de modo abundante y en coyunturas difíciles a empresas no tan grandes, que no figuran en el índice Ibex35. Otra cosa es que, al cabo de los cambios que han experimentado las bolsas en las dos últimas décadas, pueda reconsiderarse si están cotizando en el mercado adecuado a sus necesidades y capacidades, habiendo ya otras alternativas a su alcance, como el MAB.

Cuando nos referimos en este artículo a empresas pequeñas en bolsa no queremos decir «small caps», cuyo valor de mercado (capitalización) puede oscilar entre los 150 y los 1.000 millones de euros, sino «micro caps», de valor inferior a los 150 millones de euros.

La experiencia del MAB desde su inicio en julio de 2009, es decir con una historia de poco más de cinco años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que ofrece una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mercado de valores español, también para las pequeñas y medianas empresas en expansión. De este modo, sobre todo en períodos complicados para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz, para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

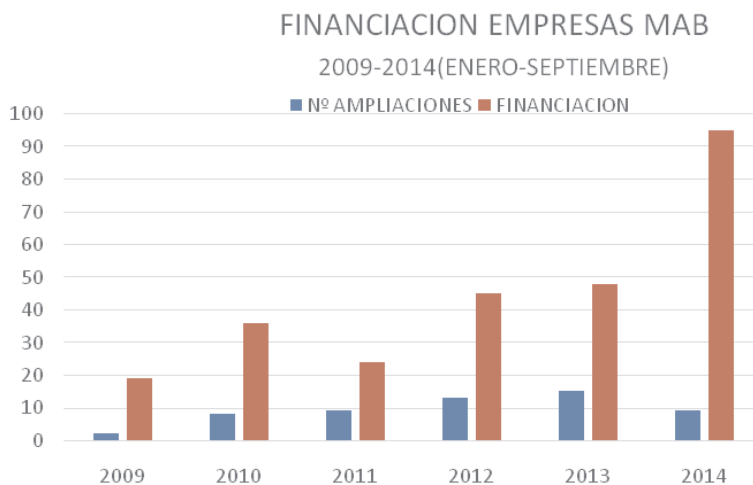


CUADRO 3. AMPLIACIONES DE CAPITAL DE VALORES NO INCLUIDO EN EL IBEX 35



El conjunto de compañías que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado algo más de 84 millones de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2014, más de la mitad de esas compañías, concretamente 14, han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de 183 millones de euros, que se ha venido a sumar a los que obtuvieron con la salida al MAB.

CUADRO 4. FINANCIACIÓN EMPRESAS MAB





En total, más de 267 millones de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales son las finalidades de estas operaciones financieras, que refuerzan y proyectan al futuro el papel del MAB como alternativa de financiación del crecimiento de empresas de reducida capitalización.

5. RETOS Y PROPUESTAS PARA INCREMENTAR EL PAPEL DEL MAB Y LA BOLSA EN LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS MEDIANAS Y PEQUEÑAS

En este apartado nos centraremos en cómo abordar los principales retos para facilitar la financiación de las empresas medianas y pequeñas en los mercados de acciones, tanto la bolsa como el MAB. Para ellos aportaremos algunas propuestas en varios campos.

La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual del mercado de valores español. Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es demasiado pequeño: existe lo que en términos académicos se denomina un «fallo de mercado»¹. Este no es un problema exclusivo de España.

En los Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones menores a 25 mill. USD) casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa y ya no se han vuelto a recuperar. Sólo parece haber dinero para el sector de las TIC.

En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM (Alternative Investment Market) ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares.

Puesto que el reto más importante es la falta de demanda inversora, las propuestas de este capítulo se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías. Estas iniciativas están presentes en los dos mercados europeos de referencia. Ambos se han visto alentados con estructuras adecuadas de inversión y con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

¹ En «Pequeña y Mediana Empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación» (Fundación Estudios Financieros, 2012) Crespo y G^a Tabuenca ofrecen una síntesis de la abundante literatura académica.



Por otra parte, una mejora en el análisis de la información de estas compañías ayudaría a muchos inversores a seleccionar con responsabilidad aquellos valores que mejor se adapten a su perfil y a considerar el riesgo de la inversión con mayor conocimiento. Dos razones explican la falta de atención a estos valores por parte de las casas de análisis. Primera, la evolución de la estructura de los mercados de valores y sus intermediarios, progresivamente más centrados en valores muy grandes, con fuerte liquidez, que puedan proporcionarles masa crítica suficiente para mantener sus comisiones; y segunda, la reducción de estructura forzada por la crisis, que ha exacerbado esta tendencia y ha provocado el abandono de estos valores por buena parte de las firmas bursátiles.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA ESPECIALIZADAS EN INVERSIÓN EN EMPRESAS MEDIANAS Y PEQUEÑAS NEGOCIADAS EN EL MAB O EN LA BOLSA

Uno de los mayores problemas para el desarrollo de los mercados alternativos es la escasez de demanda y en particular la ausencia de vehículos especializados gestionados por profesionales, que permitan generar un flujo de financiación estable para las empresas medianas y pequeñas.

Se trata de una barrera que también afecta a las empresas medianas que consiguen cotizar en las bolsas oficiales. Hay pocos inversores dispuestos a comprar valores con una liquidez potencialmente baja. Y los que lo hacen a veces no están preparados para ello y a menudo se centran en obtener altos rendimientos en el corto plazo con el consiguiente riesgo.

Un estudio publicado en junio de 2014 bajo el auspicio de la City of London y Paris Europlace destaca la necesidad de potenciar una implicación mucho mayor por parte de inversores institucionales de largo plazo en este tipo de valores. Compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión y otros inversores como «family offices» o fondos soberanos podrían jugar un papel mucho más protagonista en la financiación de empresas medianas y pequeñas. Para incentivarlo el estudio recomienda actuar en varios frentes: examinar los estándares regulatorios, perfiles de riesgo y prácticas de mercado sería imprescindible.

En este sentido, es necesario crear los vehículos adecuados para que tengan acceso eficiente y seguro a dichos mercados de valores no sólo los grandes inversores, que disponen de los medios e instrumentos necesarios sino también el pequeño inversor que carece de ellos. A estos efectos, no sólo a nivel nacional sino internacional, los instrumentos que se han mostrado como los idóneos son los de inversión colectiva, tanto en su forma jurídica de fondo como de sociedad.

Para ello, creemos que sería sencillo introducir una modificación en la regulación española de Instituciones de Inversión Colectiva para definir un nuevo tipo de instituciones especializadas en valores medianos y pequeños, muchos de ellos negociados en mercados alternativos (sistemas multilaterales de negociación).

Estas nuevas instituciones de inversión colectiva se podrían enmarcar en las actualmente llamadas de inversión libre o alternativa y sus características serían:



a) Deberían invertir un porcentaje mayoritario (60% por ej.) de su patrimonio en valores negociados sistemas multilaterales de negociación de la UE, dejándoles un porcentaje restante (40%) que puedan invertir libremente en otros activos que les proporcionen una rentabilidad hasta que maduren sus inversiones obligatorias. Es decir, habrían de especializarse en valores cotizados en mercados alternativos, tanto de acciones como de renta fija. Pero una parte de su cartera podría también invertirse en bolsas oficiales, lógicamente también en valores medianos o pequeños cotizados en estos.

b) Se establecerían unos capitales y patrimonios inferiores a los generales de la inversión colectiva, en consonancia con los que existen en otros países de nuestro entorno, que permita la creación de estas instituciones en un nivel proporcional a los mercados y a las empresas en que van a invertir. Por ejemplo, podría crearse un fondo de inversión con un millón de euros de patrimonio mínimo en lugar de los tres millones exigibles a los fondos tradicionales.

c) Se permitiría su comercialización, en las condiciones legalmente establecidas entre toda clase de inversores si bien, para los que no tengan la condición de profesionales, podría ser conveniente establecer un límite máximo de inversión inicial a los efectos de limitar ésta hasta que conozca mejor el vehículo inversor.

d) Dada su condición de instituciones de inversión colectiva de inversión libre, se establecerían unos períodos más amplios que los que con carácter general establece la legislación vigente para el cálculo del valor liquidativo de las instituciones que no tienen tal carácter de inversión libre, puesto que el mayor porcentaje de su activo estará integrado por valores incluidos en sistemas multilaterales de negociación, cuya liquidez previsible es inferior a la de los valores cotizados en las bolsas. Por ejemplo, un período de un mes, ampliable a tres meses cuando así lo exijan las inversiones específicas. Acorde con ello se establecerían los plazos para suscripciones y reembolsos.

Esta característica es esencial, toda vez que el gestor del fondo ha de contar con margen de tiempo suficiente, tanto para invertir como para desinvertir, habida cuenta de la posible reducida liquidez de los valores objetivo.

Es importante, por tanto, que también los inversores sean conscientes de que la liquidez de este tipo de fondos no serían tan inmediata como la de los fondos tradicionales. En lugar de reembolsar sus participaciones en un día podría tener que esperar un mes o incluso más.

e) Se establecerían por último unos límites de concentración de la inversión acordes con los activos en que se va a invertir, tanto por lo que respecta a la inversión en una misma sociedad como en un grupo. Un 10% de concentración en un mismo valor sería un límite razonable.

INCENTIVOS FISCALES NECESARIOS PARA LA INVERSIÓN

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente y la capacidad de sus PYMES de



financiarse en mercados de valores es una realidad². En Francia los fondos FCPI, incentivados fiscalmente, han recaudado más de 6000 millones de euros para PYMES innovadoras desde su lanzamiento en 1997. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas pequeñas que coticen en el MAB o incluso en la Bolsa.

Para inversores personas físicas se propone el siguiente esquema:

- 1º Deducción en la cuota íntegra del IRPF de cierto porcentaje de las inversiones estables aportadas a través de ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB.
 - Idealmente a través de los mencionados fondos especializados en PYMES, que se creen con objeto de invertir en compañías MAB que capten capital vía ampliaciones u ofertas públicas. Adicionalmente, también se beneficiarían las inversiones realizadas de modo directo, suscribiendo como accionista individual la ampliación de la compañía MAB, a modo de «Business Angel».
- 2º Diferimiento en las plusvalías si se reinvierte en estos fondos especializados o en nuevas ampliaciones de compañías MAB.

Por su parte, para inversores personas jurídicas se debería asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de las plusvalías en el Impuesto de Sociedades (exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año) y deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

A partir de experiencia ya acumulada en el MAB, estimamos que el impacto de estos incentivos sobre las cuentas públicas sería neutro o incluso positivo. En cambio, fomentarían la creación de empleo y el aumento de la facturación y de los beneficios en las empresas incluidas en su objetivo de inversión.

CREACIÓN DE UN FONDO PÚBLICO QUE PARTICIPE EN LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL DE EMPRESAS MAB, INICIALES O POSTERIORES

Esta inversión podría acompañar a la inversión privada, tanto en el momento inicial de salida al mercado o en ampliaciones posteriores, propiciando un proceso de co-inversión que generaría una confianza mutua entre ambos tipos de inversores. Podría considerarse la aportación de capital nuevo o también redireccionar parte del capital ya captado por fondos de capital riesgo públicos.

Un fondo público tiene menos presión en el corto plazo desde sus partícipes, y puede centrarse en empresas más pequeñas y con ciclo de maduración más largo. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales para la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación³.

² Véase el trabajo de la CNMV «El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales» (Arce, López y Sanjuán, 2011).

³ Como ejemplo en este sentido puede citarse el fondo de capital riesgo creado por el ICF (Instituto Catalán de Finanzas), dotado con 10 millones de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.



Para ponerlo en contexto, la inversión pública aportó al capital riesgo más de la mitad de los fondos obtenidos desde España. En concreto, 378 millones de euros en 2012 y 170 millones en 2013. En 2013 se lanza la iniciativa Fond-ICO Global, un fondo dependiente del ICO que pretende inyectar en el capital riesgo español 1.200 millones de euros entre 2014 y 2017 en cerca de 40 gestoras.

PROMOCIÓN DEL ANÁLISIS INDEPENDIENTE SOBRE VALORES MEDIANOS Y PEQUEÑOS COTIZADOS EN BOLSA O EN EL MAB Y MEJORA DE LA INFORMACIÓN DISPONIBLE DE LOS MISMOS

Los inversores consideran esencial contar con este tipo de análisis, que sin embargo no se produce para valores muy pequeños, al no resultar rentable para las casas de análisis. Las compañías esperan recibir cobertura, pero si su tamaño no lo merece, deben buscarla activamente e incluso pagar por ella.

En este sentido, se enmarca la puesta en marcha de *InResearch* un servicio de análisis independiente para compañías cotizadas promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

La dotación de una partida pública anual, aún modesta, para favorecer una cobertura de análisis independiente de calidad podría contribuir a esa promoción.



LA MODERNIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE DEUDA EN ESPAÑA

GONZALO GARCÍA-FUERTES IGLESIAS
JOSÉ LUIS PALAO ITURZAETA
JAVIER REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO
ALFONSO VENTOSO DEL RINCÓN

La exitosa expansión e internacionalización de las empresas tanto industriales como financieras en las últimas décadas ha ido acompañada de una progresiva diversificación de sus fuentes de financiación, de forma que las compañías, particularmente las instituciones financieras y las grandes sociedades cotizadas, han ido ampliando sus recursos financieros, añadiendo al capital y a la tradicional financiación bancaria la captación de fondos en los mercados de capitales de renta fija, tanto nacionales como internacionales. Este proceso se ha visto acrecentado a partir del año 2008 como consecuencia de la restricción crediticia a causa de la crisis financiera, que ha impulsado a muchas empresas más pequeñas, cotizadas o no, a debutar en los mercados de capitales de deuda.

Conscientes de esta necesidad, y para reducir la excesiva dependencia de la financiación bancaria, en los últimos años los reguladores han venido adoptando reformas legislativas y otras medidas orientadas a promover la financiación de la empresa española a través de la emisión de deuda. Estas reformas han venido principalmente por dos vías: (i) el fomento de la creación de plataformas y mercados de renta fija más eficientes (como el MARE, explicado en detalle en el capítulo anterior) y el abaratamiento de costes (reducción de tasas y costes de inscripción) y (ii) la revisión del régimen de emisión de obligaciones para reducir y simplificar los requisitos aplicables.

No obstante, las sucesivas medidas adoptadas en este segundo ámbito no han sido sino modificaciones parciales que no han acometido la tan necesaria como reclamada reforma global del régimen de la emisión de obligaciones en España, que en lo esencial se mantiene sin cambios sustanciales desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y que adolece de una rigidez y formalidad que contrasta notablemente con la normativa de otros países de nuestro entorno y que aumenta los costes y entorpece el proceso de captación de fondos por los emisores españoles, situándoles en posición de desventaja respecto a sus competidores de otros países comunitarios. Esta circunstancia, unida al diverso régimen fiscal aplicable hasta hace apenas unos meses a las emisiones de deuda españolas en función de la naturaleza del emisor (que resultaba más favorable en ciertos aspectos, incluyendo los requisitos para no practicar retención a cuenta de impuestos en los pagos de cupones a inversores no residentes, para las entidades de crédito y las sociedades cotizadas en Bolsa respecto a los restantes emisores), motivó que muchas compañías, particularmente las no cotizadas en



Bolsa constituyeran en los últimos años sociedades de propósito especial en el extranjero para llevar a cabo sus emisiones de deuda sin sujeción a la normativa mercantil y fiscal española, lo cual encarecía las estructuras y las hacía menos competitivas con respecto a compañías de otras jurisdicciones.

Felizmente, la trascendente cuestión fiscal antes referida ha quedado resuelta muy recientemente merced a la Ley 10/2014, de 23 de junio, a la que posteriormente nos referiremos, y se está abordando la modernización del régimen mercantil de la emisión de obligaciones merced a sendas iniciativas legislativas, a saber, el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, ambicioso proceso de codificación impulsado por el Ministerio de Justicia que incluye ciertas reformas que afectan al régimen jurídico actual de obligaciones, y el Proyecto de Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial, promovido por el Ministerio de Economía. Ambas reformas: la mercantil y la fiscal, contribuirán a facilitar la emisión de deuda por las entidades españolas en condiciones similares a las de sus comparables de otros países europeos, frenando la migración de los emisores al exterior:

A fin de apreciar el alcance del proceso de modernización requerido, resumiremos en primer lugar los requisitos y trámites necesarios que son actualmente necesarios para proceder a la emisión de obligaciones y analizaremos posteriormente las reformas mercantiles y fiscales más recientes o en proceso de adopción.

I. RÉGIMEN JURÍDICO MERCANTIL ACTUAL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

¿QUIÉN PUEDE EMITIR OBLIGACIONES?

La Ley de Sociedades de Capital establece que las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones podrán emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que representen deuda.

Las sociedades de responsabilidad limitada, conforme a lo previsto actualmente en la Ley de Sociedades de Capital, no podrán acordar ni garantizar la emisión de obligaciones. Esta prohibición tiene especial relevancia, puesto que para evitar sus efectos actualmente es necesario proceder a la transformación en sociedad anónima de la sociedad emisora, así como de aquellas sociedades que deban garantizar la emisión. Esto supone una restricción importante, por el tiempo y el coste que esta transformación supone.

Asimismo, la Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades de Capital prohíbe la emisión de obligaciones, así como garantizar emisiones de terceros, a las personas físicas, sociedades civiles, sociedades colectivas y comanditarias simples.

Por último, la aún vigente la Ley 211/1964, de 24 de diciembre («**Ley 211/1964**»), regula la emisión de obligaciones por asociaciones, sociedades cooperativas (de crédito u otras), cajas de ahorro, entes públicos empresariales, corporaciones de derecho público y otras personas jurídicas sobre las que no recaiga una prohibición expresa establecida en la ley.



¿EXISTEN LÍMITES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

La Ley de Sociedades de Capital establece que el importe total de las emisiones de obligaciones en circulación *«no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en su último balance aprobado y las cuentas de revalorización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda»*.

Por su parte, la Ley 211/1964 dispone que *«el importe total de las emisiones de obligaciones tendrá como límite máximo el capital desembolsado, si se trata de Sociedades, o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de Asociaciones o de otras personas jurídicas. Dicha cifra de valoración de bienes se hará constar en la inscripción del Registro Mercantil mediante certificación de dos Censores jurados de cuentas, con expresión de lo que resulte de los libros de contabilidad de la entidad emisora.»*

No obstante lo anterior, distintas leyes (la propia Ley de Sociedades de Capital, la Ley del Mercado de Valores, la Ley 10/2014 y su antecedente, la Ley 13/1985, etc.) establecen un gran número de excepciones al límite máximo de emisión anteriormente citado. Así, no será de aplicación el límite previsto en la Ley de Sociedades de Capital y, en algún caso, tampoco el contemplado en la Ley 211/1964, entre otros, en los siguientes supuestos:

- Cuando la sociedad emisora sea una entidad de crédito.
- Cuando la sociedad emisora sea una sociedad anónima cotizada.
- Cuando la sociedad emisora sea una sociedad anónima cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores siempre que tuvieran como actividad u objeto social exclusivo la emisión de participaciones preferentes o instrumentos de deuda.
- Cuando la emisión se encuentre garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito. Si la emisión estuviera garantizada con aval solidario prestado por una sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de la garantía de la sociedad en el momento de prestarlo.
- Cuando la colocación de las obligaciones cumpla cualquiera de las condiciones siguientes: (i) se dirija de forma exclusiva a inversores cualificados; (ii) se dirija a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de cien mil euros por inversor, y (iii) se ofrezcan valores cuyo valor nominal unitario sea al menos de cien mil euros.
- Cuando la emisión de obligaciones cumpla con las condiciones para quedar comprendida dentro del ámbito de aplicación de la Disposición Adicional Primera de la Ley 10/2014, que se expondrá posteriormente.
- Cuando el emisor sea un concesionario de obra pública y la emisión; (i) sea objeto de registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y (ii) se haya obtenido calificación crediticia por agencia de *rating*.

Como vemos, las excepciones actuales son tan amplias que en la práctica serán pocos los casos en los que las limitaciones antes referidas sean aplicables, lo que cuestiona la propia razón de ser del mantenimiento de dicha restricción.



¿QUIÉN DEBE ACORDAR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

Un aspecto relevante de la emisión de obligaciones, puesto que afecta tanto al equilibrio político en el seno de la entidad emisora como a su plazo de ejecución y la propia confidencialidad de la operación (en el caso de que el órgano que deba autorizar la emisión deba ser convocado públicamente), es el de la competencia para acordar la emisión de obligaciones.

La Ley de Sociedades de Capital reserva la decisión de emitir obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda a la junta general de accionistas de la sociedad emisora (facultad que el Reglamento del Registro Mercantil amplía a la capacidad de autorizar al órgano de administración por un plazo máximo de cinco años para que dicho órgano acuerde la emisión de obligaciones hasta el importe establecido por la propia junta).

El acuerdo de emisión de obligaciones requiere, salvo que los estatutos sociales establezcan quórums superiores: (i) en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho a voto; (ii) en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25%.

Se excluye, por tanto, de inicio, la competencia del órgano de administración para acordar la emisión de obligaciones, restricción que la doctrina tradicional ha justificado sobre la base que la misma puede implicar un endeudamiento importante para la entidad emisora que pudiera comprometer significativamente su solvencia, comprometiendo los intereses de los accionistas y de los potenciales inversores. Sin embargo, esta norma contrasta vivamente con el régimen aplicable a otras operaciones de financiación análogas, tales como la asunción de endeudamiento crediticio, para las cuales está facultado el órgano de administración sin necesidad de previo acuerdo de la junta general de accionistas en el ámbito de sus competencias ordinarias de gestión y disposición, con independencia del importe de la deuda asumida y del grado de apalancamiento financiero del deudor, lo que revela su falta de consistencia.

¿CUÁLES SON LOS REQUISITOS DOCUMENTALES PARA LA FORMALIZACIÓN DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES? (ESCRITURA PÚBLICA, ANUNCIOS Y ACTA DE CIERRE DE LA EMISIÓN)

Conforme a lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital y en la Ley 211/1964, con carácter general la emisión de obligaciones se hará constar en escritura pública, sin que puedan ponerse en circulación las obligaciones hasta que se hayan inscrito las obligaciones en el Registro Mercantil.

La escritura pública se otorgará una vez se hayan adoptado los acuerdos de emisión (junta general de accionistas y, en su caso, órgano de administración) y fijados todos sus términos.

En la escritura pública se hará constar, como mínimo, la siguiente información: (i) denominación, capital social, reservas, objeto y domicilio de la sociedad emisora; (ii) condiciones de la emisión, fecha y plazos de suscripción; (iii) valor nominal, intereses,



vencimiento y primas de los valores; (iv) importe de la emisión; (v) garantías con las que cuente la emisión, en su caso; (vi) las reglas fundamentales del sindicato de obligacionistas; (vii) la forma de representación de los valores (títulos o anotaciones en cuenta); (viii) la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable en caso de estar representados los títulos mediante anotaciones en cuenta y; (x) la identificación del comisario provisional.

No obstante lo anterior, y en aras de reducir cargas documentales y administrativas, así como costes asociados a la emisión de obligaciones, la Ley del Mercado de Valores establece las siguientes excepciones a la necesidad de otorgar escritura pública de emisión de obligaciones y a su presentación a inscripción en el Registro Mercantil. Así, no será necesario el requisito de escritura pública (y bastará con un documento privado de emisión que recoja las características de los valores emitidos) para las emisiones de obligaciones cuando:

- (i) vaya a realizarse una oferta pública o se vaya a solicitar la admisión a negociación de los valores en un mercado secundario oficial (por ejemplo, el Mercado AIAF de Renta Fija) y se exija la elaboración y registro de un folleto informativo que deba ser aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores;
- (ii) cuando los valores que se emitan vayan a ser admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación (por ejemplo, el Mercado Alternativo de Renta Fija).

Asimismo, con carácter general, es requisito previo para la suscripción de las obligaciones o para su introducción en el mercado la publicación del anuncio de la emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil («BORME»). El anuncio incluirá, al menos, los mismos datos que debe incluir la escritura pública, así como el nombre del Comisario de la emisión de obligaciones. No obstante, al igual que se ha mencionado anteriormente con la escritura de emisión, no será exigible la publicación del anuncio de emisión en el BORME en aquellos supuestos en los que no sea necesario el otorgamiento de escritura pública.

El Reglamento del Registro Mercantil establece la necesidad de hacer constar, una vez agotada la suscripción de las obligaciones o transcurrido el plazo previsto al efecto, en el margen de la inscripción de la emisión la suscripción total o el importe efectivamente suscrito en virtud de acta notarial, en la que se pondrá de manifiesto la veracidad de dicho extremo y a la que se incorporen, en su caso, las matrices de los títulos emitidos (no siendo de aplicación este último inciso para los valores representados por medio de anotaciones en cuenta). Para las emisiones en las que no sea necesario el otorgamiento de escritura pública conforme a lo anterior, la certificación del desembolso total o parcial de la emisión se suplirá con un certificado acreditativo del desembolso remitido bien a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o bien a la sociedad rectora del mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación donde se negocien los valores.

FORMA DE REPRESENTACIÓN DE LAS OBLIGACIONES

Las obligaciones podrán representarse por medio de títulos (nominativos o al portador) o por anotaciones en cuenta.



La admisión o incorporación a negociación de las obligaciones en mercados secundarios o en sistemas multilaterales de negociación requiere que las obligaciones se representen mediante anotaciones en cuenta, por lo que solo aquellos emisores que no pretendan solicitar la admisión a negociación de los valores en tales mercados o sistemas podrán optar por su representación en forma de títulos físicos.

SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Será condición necesaria para la emisión de las obligaciones la constitución de una asociación o sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad (con carácter provisional), de una persona que con el nombre de comisario, concurra al otorgamiento del contrato de emisión (escritura pública) en nombre de los futuros obligacionistas. El sindicato de obligacionistas puede definirse como una forma de asociación sin personalidad jurídica integrada por todos los titulares de obligaciones de una misma emisión cuyo objeto es la representación y defensa organizada de los derechos propios del obligacionista frente al emisor.

La asunción por el sindicato de obligacionistas de la defensa del interés común, implica que los obligacionistas a título individual tendrán limitada su facultad de iniciar acciones individuales contradictorias a las decididas por el sindicato. Asimismo, los acuerdos válidamente adoptados por la asamblea vincularán a todos los obligacionistas, incluidos los no asistentes y los disidentes.

Para la adopción de acuerdos por parte del sindicato de obligacionistas reunidos en asamblea se requiere el voto favorable de la mayoría absoluta con asistencia de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación. Cuando no se logre la concurrencia de las dos terceras partes de la emisión, podrá convocarse nuevamente la asamblea un mes después de la primera, pudiendo adoptarse los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes.

Las competencias que atribuye la ley a la asamblea de obligacionistas en defensa de los intereses de los obligacionistas incluyen, entre otras; (i) la modificación, de acuerdo con la sociedad emisora, de las garantías otorgadas; (ii) destituir y nombrar al comisario; (iii) ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y (iv) aprobar los gastos ocasionados.

COMISARIO

El comisario es el órgano de relación entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas. Si bien la Ley de Sociedades de Capital lo presenta como órgano unipersonal, no parece existir inconveniente legal para el nombramiento de dos o más comisarios (salvo previsión en contrario en la escritura pública de emisión, en el folleto informativo que apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en la restante documentación que deba registrarse con ocasión de la emisión o admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación) o para que sea designado una persona jurídica.



El comisario provisional de la emisión es designado por la entidad emisora, correspondiendo a la asamblea de obligacionistas su ratificación o sustitución.

Dentro de las funciones que la ley atribuye al comisario destacan las siguientes: (i) presidirá el sindicato de obligacionistas; (ii) tendrá la representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan; (iii) podrá asistir con voz, pero sin voto, a las Juntas Generales de la sociedad emisora; (iv) informará a la Junta general de accionistas de la sociedad emisora de los acuerdos del sindicato; (v) solicitará a la Junta General los informes que interesen a los obligacionistas; (vi) presenciará los sorteos que hubieren de realizarse para la amortización o adjudicación de obligaciones; (vii) vigilará el pago de intereses y de principal, (viii) si la emisión estuviera garantizada con hipoteca o prenda y la sociedad demorase el pago de intereses por más de 6 meses, podrá, previo acuerdo de la asamblea de obligacionistas ejecutar los bienes que constituyan la garantía, y (ix) en general tutelaré los intereses comunes de los obligacionistas

Adicionalmente, cuando la emisión se hubiera hecho sin alguna de las garantías previstas en la ley (hipoteca, prenda, etc.) podrá examinar por sí, o por otra persona, los libros de la sociedad emisora y asistir, con voz y sin voto, a las reuniones del consejo de administración de la sociedad emisora. No obstante, lo anterior no será de aplicación para las emisiones realizadas por sociedades a las que no resulte de aplicación el límite máximo de emisión mencionado anteriormente. Asimismo, cuando la sociedad se haya retrasado en más de 6 meses en el pago de intereses vencidos o en la amortización del principal, podrá proponer al consejo de administración la suspensión de cualquiera de sus administradores y convocar junta general, si aquellos no lo hicieran cuando estimen que deben ser sustituidos.

¿QUÉ ORDEN DE PRELACIÓN TIENEN LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES EN CASO DE INSOLVENCIA DEL EMISOR?

La Ley de Sociedades de Capital, manteniendo lo previsto históricamente en la Ley de Sociedades Anónimas, dispone que *«las primeras emisiones [de obligaciones] gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora»*, añadiendo a continuación que *«los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se registrarán por las normas generales que determinen su prelación y, en su caso, por lo establecido en la Ley Concursal»*. La Ley 211/1964, por su parte, va más allá al establecer que las *«obligaciones tendrán prioridad, a contar de la fecha de la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil, para hacer efectivo su importe respecto a los demás acreedores comunes de la Entidad emisora, cuyos créditos no tengan fecha cierta o la tengan posterior a la de aquel asiento, privilegio que se hará constar en los mismos títulos»*.

Esta prelación de las emisiones anteriores frente a las posteriores, o incluso frente a los acreedores comunes cuyo crédito sea de fecha posterior, manifestación del tradicional privilegio escriturario, se había justificado históricamente por la necesidad de evitar la dilución económica de las primeras respecto a las segundas. No obstante, tras la promulgación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se ha venido interpretando de forma mayoritaria que los preceptos de la anterior Ley de Sociedades Anónimas y de la



Ley 211/1964 relativos a la prelación de las obligaciones habían quedado derogados por la Ley Concursal, tanto por la prohibición que dicha norma establece de preferencias no contemplados expresamente en dicha ley como por su vocación de limitar al máximo posible los privilegios en el ámbito concursal, de forma que todos los créditos ordinarios se satisfagan a prorrata. Como es fácil advertir, de existir dicha preferencia, que no es extensible a los restantes acreedores comunes, financieros o no, se entorpecería enormemente la obtención de financiación por las empresas en los mercados de capitales de deuda mediante emisiones sucesivas, ya que las emisiones posteriores acarrearían un mayor riesgo de impago que las anteriores, lo que encarecería su coste y haría muy difícil una sana y flexible gestión por los emisores de sus pasivos financieros mediante la sustitución de financiación crediticia por emisiones de valores o viceversa, en función de las condiciones disponibles en cada momento en los mercados.

El hecho de que la Ley de Sociedades de Capital fuera dictada con posterioridad a la Ley Concursal arroja, en opinión de algunos, una duda sobre si la prelación de las emisiones de obligaciones en función de su fecha, habría sido reintroducida por dicha norma, si bien el criterio más extendido y autorizado es el que defiende que dicha previsión es debida a las limitadas facultades del Gobierno al aprobar la refundición de textos legales por delegación de las Cortes, que restringen su capacidad de suprimir preceptos aunque hayan quedado obsoletos, y no cuestiona la vigencia de los argumentos que justificaron la interpretación de que tales privilegios quedaron derogados por la nueva legislación concursal.

II. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL REGIMEN FISCAL ACTUAL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una exposición de la materia que nos ocupa no puede pasar por alto una referencia al régimen fiscal de las emisiones de obligaciones (aunque sin hacer una descripción detallada del régimen tributario, que daría para un libro en sí mismo).

Tradicionalmente, un factor que decidía que emisores españoles optasen por emitir deuda a través de sociedades emisoras filiales en el extranjero y en otros mercados europeos, y no a través de su matriz española y en mercados españoles, eran las restricciones fiscales existentes en la legislación española.

Así, salvo para emisiones realizadas por entidades de crédito o por sociedades cotizadas en Bolsas o sus filiales¹, la normativa fiscal común española (Impuesto de la Renta, Impuesto sobre Sociedades, Impuesto sobre la Renta de No Residentes) establecía obligaciones de retención y tributación en España de los rendimientos generados por las

¹ En particular, este régimen se extendía a entidades de crédito españolas y sociedades españolas cotizadas en un mercado organizado así como a sociedades anónimas residentes en España o un territorio de la Unión Europea, que no tuviera la consideración de paraíso fiscal, cuyos derechos de voto correspondieran en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores siempre que tuvieran como actividad u objeto social exclusivo la emisión de participaciones preferentes o instrumentos de deuda.



obligaciones y la imposición de ciertas obligaciones de información ante la Hacienda Pública española (identificando al receptor de las rentas mediante certificaciones de su residencia fiscal expedidas por las autoridades fiscales de su jurisdicción de residencia y de validez anual que debían aportarse por el inversor) que en la práctica hacían muy dificultosas y virtualmente inviables las emisiones en los mercados de capitales internacionales para los emisores españoles que no fueran una entidad de crédito o sociedad cotizada. Esto era así puesto que requería que el inversor extranjero debiera gestionar el envío al agente de pagos del emisor dicho certificado acreditativo de su residencia fiscal para evitar, en su caso, que se le practicasen retenciones fiscales en los pagos de cupones, y además, en todo caso, no podía evitar esas retenciones si la inversión provenía de paraísos fiscales, lo cual suponía una carga administrativa que no todos los inversores internacionales están dispuestos a asumir y para la que no están preparados los procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación de valores; siendo la única alternativa para evitar lo anterior la asunción por el emisor del sobre coste asociado a la elevación de la rentabilidad de la emisión al importe necesario para que el neto percibido por el inversor, tras aplicar la retención fiscal, se correspondiera con el rendimiento bruto esperado. Estos requisitos burocráticos y de documentación no son exigibles en otros países comunitarios, motivo por el que muchos emisores españoles no comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la normativa aludida en el párrafo siguiente se veían obligados a constituir sociedades filiales emisoras en el extranjero para poder captar fondos mediante emisiones de bonos en los mercados internacionales en igualdad de condiciones con sus competidores.

Sin embargo, las entidades de crédito y las sociedades cotizadas venían disfrutando ya desde 2003, merced a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, introducida por la Ley 19/2003, de 4 de julio, de un régimen fiscal específico que suprimía dicha obligación de practicar la retención y establecía una exención de tributación en España sobre las rentas obtenidas por los inversores no residentes en las obligaciones, fijando unos requisitos de información más sencillos sobre la identidad de los titulares de los valores (pudiendo cumplirse por el agente y el emisor, sin necesidad de contar con la colaboración activa del inversor).

Afortunadamente, tal y como se venía reclamando, este régimen fiscal especial se ha extendido muy recientemente bajo la Ley 10/2014 (primera Ley que sancionó S.A.R. Felipe VI), además de a los emisores referidos con anterioridad, a las emisiones realizadas por sociedades españolas no cotizadas y entidades públicas empresariales así como por sociedades residentes en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto pertenezcan en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores.

Por tanto, la entrada en vigor de esta Ley 10/2014 permite que las emisiones de obligaciones que cumplan los requisitos que se establecen en la disposición adicional primera de la Ley 10/2014 (siendo el más relevante a nuestros efectos que las obligaciones sean admitidas a negociación en un mercado regulado –incluyendo AIAF– o en un sistema multilateral de negociación –como el MARF– español o extranjero) realizadas por cualquier sociedad residente en España (ya sea de crédito o no, ya sea cotizada o no) o por una entidad pública empresarial o por una filial de aquéllas residente en la Unión



Europea, puedan beneficiarse del régimen fiscal especial descrito anteriormente. Así, a todas estas emisiones, además de las exenciones en la tributación de rentas y ausencia de retenciones, les será de aplicación el régimen de información simplificado dispuesto en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, en la redacción dada por el Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio.

La modificación de la norma ha supuesto que se extienda el ámbito de aplicación del régimen fiscal especial a un mayor número potencial de emisores y emisiones, eliminando uno de los impedimentos fundamentales que venía motivando la deslocalización en el extranjero de las emisiones realizadas por entidades españolas no comprendidas dentro del alcance de la antigua Ley 13/1985 y fomentando la competitividad de las emisiones de sociedades españolas con respecto a los de otras jurisdicciones, lo cual hará que aumente la capacidad de financiación de la empresa española fuera de España, permitiéndoles un acceso eficiente, desde el punto de vista fiscal, a los mercados de capitales internacionales.

III. LAS REFORMAS EN CURSO DEL RÉGIMEN MERCANTIL DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Como hemos anticipado al comienzo de este capítulo, sin perjuicio del régimen actual y de las reformas parciales al régimen de emisión de obligaciones, está en curso una reforma integral del régimen mercantil de mayor calado. La primera mención al respecto se previó inicialmente en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que se sometió a audiencia pública el 5 de marzo de 2014 (el «ALFFE») y que planteaba una reforma integral del título XI de la Ley de Sociedades de Capital, sobre el régimen de emisión de obligaciones.

No obstante, en paralelo, el 30 de mayo de 2014 el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil (el «ACM»). El ACM contempla la derogación de, entre otras muchas normas, la Ley de Sociedades de Capital, y dedica el Capítulo V (*De las obligaciones*) del Título III (*De las sociedades de capital*) del Libro II (*De las sociedades mercantiles*) a la emisión de obligaciones, en donde se recogían algunas, pero no todas, de las modificaciones ya apuntadas en el ALFFE, así como algunas otras cuestiones nuevas.

Aunque lo anterior llevaría a pensar que el ACM sustituiría al PLFFE, el 3 de octubre de 2014 el Gobierno acordó remitir a las Cortes Generales el Proyecto de Fomento de la financiación Empresarial (el «PLFFE», y conjuntamente con el ACM, los «Proyectos»). Este nuevo ALFFE introduce variaciones relevantes sobre la primera versión en la materia que nos ocupa, circunstancia que obliga a un curioso análisis de conjunto de las principales modificaciones de dos normas destinadas a sucederse en el tiempo y que, lamentablemente, no están perfectamente alineadas.

En todo caso, con carácter general, la nueva regulación contenida en los Proyectos trata de ampliar, aclarar y flexibilizar la normativa vigente y viene a solucionar buena parte de los problemas tradicionales del régimen de emisión de obligaciones, como expondremos a continuación, por lo que merece en términos generales una valoración positiva, sin perjuicio de que hay aspectos susceptibles de mejora, tal y como abordaremos en el apartado siguiente.



LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA Y LOS LÍMITES DE EMISIÓN

Los Proyectos abren la posibilidad de emitir obligaciones simples (no convertibles) a las sociedades de responsabilidad limitada, que tendrán un límite de emisión del doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada en los términos previstos en los Proyectos (límite que no aplica a las sociedades anónimas ni a las sociedades comanditarias por acciones).

EMISIÓN POR SOCIEDADES DISTINTAS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL, ASOCIACIONES U OTRAS PERSONAS JURÍDICAS

Ambos Proyectos derogan la Ley 211/1964, si bien solo el PLFFE, en su Disposición Adicional Quinta, contempla la emisión de obligaciones por estas entidades.

Así, según el PLFFE el importe total de las emisiones de obligaciones por estas entidades tendrá como límite máximo el capital desembolsado, si se trata de sociedades distintas de las sociedades de capital, o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de asociaciones o de otras personas jurídicas, salvo que la emisión, al igual que ocurre con las sociedades de responsabilidad limitada, esté garantizada.

Para el resto de cuestiones, el PLFFE prevé la aplicación supletoria de la normativa aplicable a las sociedades de capital.

AUDITORÍA DE LAS CUENTAS ANUALES

El ACM condiciona la posibilidad de emitir obligaciones al requisito de que las sociedades emisoras tengan auditadas, aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil las cuentas anuales de los dos ejercicios sociales anteriores a la fecha de la emisión (o, si fuera de nueva creación, las de los ejercicios que hubieran finalizado). En caso de que no hubiera finalizado ningún ejercicio, se impone la obligación de que los administradores redacten un balance de situación referido a una fecha comprendida dentro de los tres meses inmediatamente anteriores a la fecha de la emisión, que deberá ser objeto de verificación por el auditor de cuentas de la sociedad (y, a falta de este, por uno nombrado por el Registro Mercantil correspondiente).

Este requisito se agrava en caso de sociedades de nueva creación constituidas en virtud de fusión, escisión o segregación de una o varias sociedades preexistentes, ya que, en este caso, se exigen cuentas anuales (auditadas, aprobadas y depositadas) de las sociedades extinguidas, escindidas o segregadas correspondientes a los tres ejercicios anteriores a la fecha de la emisión.

Estos nuevos requisitos podrían suponer un impedimento y dificultar la emisión de bonos por sociedades de proyecto, entre otras, como explicamos más adelante.



COMPETENCIA PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Otra interesante novedad contemplada en los Proyectos es la atribución de la competencia al consejo de administración, salvo que los estatutos sociales dispongan otra cosa, para la emisión de obligaciones (simples) y para solicitar su admisión a negociación (también para el otorgamiento de garantías en el PLFFE). Como no podía ser de otra manera, no cambia el régimen competencial para la emisión de obligaciones convertibles, que se mantiene en la junta general de accionistas, así como para la emisión de obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales.

ESCRITURA PÚBLICA

Se mantiene la necesidad de que la emisión de obligaciones se haga constar en escritura pública, si bien el contenido mínimo de esta actualmente previsto en la Ley de Sociedades de Capital se ve ligeramente alterado al añadir una serie de cuestiones, como la indicación de las emisiones de obligaciones que estén total o parcialmente pendientes de amortización, de conversión o de canje (con expresión del importe), la fórmula para determinar el tipo o el régimen de amortización de las obligaciones, con expresión de las condiciones y de los plazos en que tenga lugar.

Por otro lado, cabe mencionar que se elimina la prohibición de poner en circulación las obligaciones hasta la fecha en que se haya inscrito la escritura en el Registro correspondiente, lo que permitirá cerrar la suscripción y el desembolso de las emisiones de obligaciones en plazos inferiores y aliviará la presión que dicho requisito imponía tanto a los emisores como a los Registros Mercantiles (si bien se incluye para la emisión de obligaciones convertibles, lo que entendemos que obedece a un error y será subsanado).

En cualquier caso, sigue vigente al completo el régimen de exención de escritura pública en los supuestos actualmente previstos en el artículo 30 *ter* de la Ley del Mercado de Valores, con algún ajuste técnico menor.

SUSCRIPCIÓN

En sede de suscripción de las obligaciones, llama la atención el hecho de que el ACM suprima la referencia a que esta implica la ratificación plena del contrato de emisión (tal como reza el artículo 409 de la Ley de Sociedades de Capital y mantiene el PLFFE), aunque consideramos que la motivación de esta preterición puede deberse más a que se considere una referencia innecesaria que a otra voluntad.

Además, al contrario de lo que ocurre en los aumentos de capital, el ACM prevé como norma la suscripción incompleta, de manera que cuando el emisor no quiera que la emisión pueda ser de un importe inferior a lo inicialmente previsto, deberá prever en el correspondiente acuerdo la necesidad de que la emisión sea suscrita íntegramente.



OBLIGACIONES SUBORDINADAS Y ORDEN DE PRELACIÓN

Ambos Proyectos eliminan el precepto tradicional recogido en la Ley de Sociedades de Capital relativo a la prelación de las emisiones de obligaciones anteriores sobre las posteriores, eliminando cualquier incertidumbre que pudiera restar respecto de su derogación tácita tras la entrada en vigor de la nueva legislación concursal. El ACM prevé, además, la posibilidad de emitir obligaciones subordinadas a la satisfacción de determinados créditos de la sociedad emisora o a la amortización de otras obligaciones de emisión posterior que no podrán estar garantizadas.

PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS

Como medida de protección de los obligacionistas, el ACM prohíbe a la sociedad que haya emitido obligaciones acordar el reparto de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos, o acordar la reducción voluntaria del capital social, si el valor del patrimonio neto fuera o, a consecuencia del reparto, resultare ser inferior al valor de ese patrimonio a la fecha de la emisión de las obligaciones.

OBLIGACIONES CONVERTIBLES Y OBLIGACIONES CANJEABLES

En sede de obligaciones convertibles y canjeables, la primera cuestión a resaltar es que, al margen de completar el exiguo régimen de las obligaciones convertibles, el ACM incluye, por primera vez, una regulación independiente de las obligaciones canjeables. También se prevé que las sociedades anónimas y comanditarias por acciones podrán emitir otros valores que concedan a sus titulares el derecho a suscribir acciones u otros valores de la sociedad emisora o de otra dominada por ella.

Entre las cuestiones recogidas en el ACM, merece la pena destacar que las obligaciones canjeables por acciones de la propia sociedad emisora no pueden emitirse por importe superior al veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización o del diez por ciento si fuera cotizada, o que las acciones objeto de canje no podrán tener restringida la transmisibilidad (lo que quizás no tenga demasiado sentido en sede de sociedades no cotizadas).

Por lo que respecta a las obligaciones convertibles, el ACM permite, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas, que la junta general de accionistas pueda delegar en los administradores la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles o canjeables en acciones de la propia sociedad emisora hasta una cifra determinada (que en ningún caso podrá ser superior a la mitad del capital de la sociedad en el momento de la autorización).

Por otro lado, se incluye un régimen de publicidad del informe del órgano de administración que justifica la emisión y explica las bases y modalidades de la conversión o el canje asimilable a los proyectos de fusión, esto es, su inserción en la página web (con publicidad en el BORME) o depósito en el Registro Mercantil, sin que se pueda publi-



car el anuncio de convocatoria de la junta general de accionistas mientras no se publique la inserción o depósito en el BORME.

Por último, cabe destacar que el ACM mantiene la previsión de ajuste de la relación de conversión en caso de aumentos del capital con cargo a beneficios o a reservas o de reducción del capital por pérdidas prevista en la Ley de Sociedades de Capital, si bien sujetándola a determinados requisitos dependiendo de si la emisión tiene relación de conversión fija o variable.

EL COMISARIO

El ACM –y, en menor medida, el PLFFE– introduce importantes modificaciones, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo, en la regulación del comisario y del sindicato de obligacionistas (que se tratarán en el apartado siguiente).

En sede del comisario, los Proyectos exigen que este cuente con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas y que no tenga vinculación con la sociedad (especificando el ACM algunas situaciones en las que se entiende que hay vinculación), y reducen innecesarias cargas administrativas al suprimir la exigencia de que el comisario nombrado por el emisor necesite ser ratificado por el sindicato de obligacionistas.

Además, en la medida en que el comisario es el representante legal del sindicato de obligacionistas y el órgano de relación entre la sociedad y los obligacionistas, el ACM prevé un catálogo de obligaciones de información al comisario a cargo del emisor, como, por ejemplo, la remisión de la primera copia de la escritura de emisión o de la certificación acreditativa de las suscripciones efectuadas, de la identidad de los suscriptores y de las obligaciones que se hubieran adjudicado a cada uno de ellos. Además, el ACM concede al comisario la posibilidad de examinar, por sí o en unión de experto contable, toda la contabilidad de la sociedad desde la convocatoria de la junta general de accionistas o de requerir a los administradores que soliciten al auditor de cuentas de la sociedad la realización, con cargo a ésta, de los trabajos distintos a los de la auditoría de las cuentas anuales que interesen al sindicato, así como ciertas facultades extraordinarias en materia de rescate y reembolso de las obligaciones (como la ejecución de garantías).

Por último, los Proyectos reconocen expresamente que el comisario responderá frente a los obligacionistas y, en su caso, frente a la sociedad de los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional la con que debe ejercerlo.

EL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Por lo que respecta al sindicato o asamblea de obligacionistas, se le dota de un régimen que se asemeja, a nivel conceptual, al de las juntas generales.

En particular, el ACM rebaja el derecho para pedir la convocatoria a los obligacionistas que representen, al menos, el uno por ciento de las obligaciones emitidas y no amortizadas, prevé un plazo de convocatoria de 15 días, la posibilidad de celebrar una



segunda convocatoria en un plazo de veinticuatro horas y le da la posibilidad a los obligacionistas de solicitar la ampliación del orden del día. Asimismo, exige que el acta de la asamblea sea notarial.

Al mismo tiempo, los Proyectos permiten a los obligacionistas asistir personalmente o hacerse representar por medio de otro obligacionista, pero prohíben la representación por los administradores de la sociedad (y, el ACM, por el comisario, lo que resulta paradójico dado que el ACM admite la representación de los accionistas por los administradores a condición de que se revelen los eventuales conflictos de interés) y se incluye una mayoría reforzada para decidir sobre las modificaciones del plazo o de las condiciones del reembolso del valor nominal, de la conversión o del canje.

LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUJETAS A LEY EXTRANJERA

La ley aplicable a la emisión por sociedades españolas de obligaciones sujetas a una ley extranjera (generalmente la ley inglesa o la ley del Estado de Nueva York en el caso de los bonos de alto rendimiento) se determina en la actualidad aplicando las normas generales de derecho internacional privado (en definitiva, el Código Civil –*lex societatis*–, Roma I –*lex contractus*– y la Ley de Mercado de Valores –*lex mercatus*–), dando lugar a interesantes debates interpretativos y su correspondiente literatura jurídica.

Los Proyectos unifican estas reglas al establecer que:

- La ley española determinará, en todo caso, la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, así como, para el caso de las obligaciones convertibles, el valor al que se pueden emitir las obligaciones, los límites a la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente (cabe añadir que el orden de prelación de las obligaciones en caso de insolvencia del emisor se regirá también por la legislación concursal española).
- La ley a la que se hayan sometido los términos y condiciones de la emisión regirá, por el contrario, los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen del reembolso y amortización de las obligaciones; y, en el caso de las obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión (dentro de los límites establecidos por la ley española). De esta forma, si se sometiese la emisión a legislación extranjera, no sería necesario, por ejemplo, el nombramiento de comisario, sino que los derechos de los obligacionistas se regularán por lo que determine dicha legislación extranjera, consagrándose la interpretación ya completamente extendida en las emisiones de bonos sujetos a legislaciones extranjeras.

Como excepción, el PLFFE contempla que si sea necesaria la constitución de un sindicato de obligacionistas y el nombramiento de un comisario cuando la ley aplicable a los aspectos contractuales de la emisión sea la española o la de un estado no miembro de la Unión Europea o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y se realice la oferta pública de suscripción en España o se realice la admisión de las obligaciones en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación establecido en España.



IV. ALGUNAS POSIBLES MEJORAS A LAS PROPUESTAS DE REFORMA DEL RÉGIMEN MERCANTIL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Si bien la regulación de la emisión de obligaciones contenida en los Anteproyectos constituye un avance muy importante en la puesta al día de esta materia que, de prosperar, contribuirán a facilitar la captación por las empresas y otras entidades españolas de financiación en los mercados de capitales de renta fija y a fomentar la emisión de obligaciones desde España, cabe apuntar algunos aspectos susceptibles de mejora que confiamos puedan ser considerados en la tramitación de estas normas.

ELIMINACIÓN DE LA NECESIDAD DE AUDITORÍA DE LAS CUENTAS ANUALES

En primer lugar, llama la atención la introducción como nuevo requisito que las cuentas anuales de los emisores de obligaciones correspondientes a los dos últimos ejercicios cerrados anteriores a la emisión se encuentren auditadas, aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil. Por un lado, se trata de una norma redundante dado que esta materia ya se encuentra regulada en la normativa del mercado de valores, que establece las situaciones en las que será exigible que dichas cuentas anuales se encuentren auditadas (pudiendo haber situaciones, por ejemplo, una eventual colocación privada de obligaciones entre un número reducido de inversores cualificados que no vayan a ser admitidas a negociación en ningún mercado, donde la normativa de ofertas de valores no impone la necesidad de auditoría de las cuentas anuales del emisor). Por otro, porque la exigencia de que las cuentas anuales del último ejercicio cerrado se encuentren no sólo auditadas, sino aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil (error que también se arrastra en otras regulaciones) hace inviable que los emisores puedan emitir obligaciones en los primeros meses de cada ejercicio social, cuando la solución que arbitra en ese supuesto la normativa del mercado de valores es mucho más flexible y adecuada ya que permite emitir obligaciones siempre que las últimas cuentas anuales auditadas del emisor incluidas en el folle estén cerradas a una fecha comprendida dentro de los 18 meses anteriores a la fecha del folleto.

Este requisito podría entorpecer el desarrollo de ciertas emisiones más habituales en otras jurisdicciones. Al igual que en la financiación bancaria es habitual la creación de sociedades vehículo con un único o varios proyectos, no debería hacerse más complicada la creación de sociedades vehículo que pretendan su financiación a través de los mercados de capitales («*project bond*»).

AMPLIACIÓN DEL ALCANCE DE LA NORMA FISCAL

De otra parte, aunque la Ley 10/2014 suprime la injustificada discriminación negativa de las sociedades no cotizadas y los entes públicos empresariales en el acceso al régimen fiscal de las emisiones de deuda por parte de entidades de crédito y sociedades cotizadas, caracterizado como hemos señalado anteriormente por la simplificación de los requisitos para que los inversores no residentes en España disfruten de la exención de retención a cuenta de impuestos españoles en los pagos de cupones, sería deseable



ampliar los beneficios de este régimen fiscal a otros emisores de naturaleza no societaria y que tampoco son entidades públicas empresariales, tales como, por ejemplo, ciertas corporaciones de derecho público que apelan regularmente a los mercados de capitales de deuda para financiar su actividad (véase, el caso de la Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos) u otras entidades como clubes de fútbol, etc.

SUPRESIÓN TOTAL DEL LÍMITE A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA TODO TIPO DE EMISORES

También consideramos que sería positivo suprimir el límite a la emisión de obligaciones para todo tipo de emisores y no sólo para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, pero manteniéndolo con distintos niveles para sociedades limitadas, asociaciones y otros emisores no societarios. Las razones que avalan esta propuesta son las siguientes:

- En primer término, porque se trata de un límite virtualmente suprimido ante la diversidad de normas especiales que lo exceptúan en casos concretos (tales como los concesionarios de obras públicas –Ley 13/2003, de 23 de mayo–; las sociedades que realicen emisiones dirigidas a inversores cualificados o cuyo nominal o importe mínimo de suscripción sea de 100.000 euros –artículo 30 quater de la LMV–; y todas las sociedades que emitan deuda al amparo de la Ley 10/2014).
- En segunda instancia, porque obedece a una técnica de protección de los intereses de los acreedores obsoleta y anacrónica, que remonta su origen al siglo XIX², y que por lo tanto no tiene sentido en el momento actual por diversos motivos:
 - (i) Porque al no imponer un límite equivalente al endeudamiento financiero ajeno a las emisiones de valores de renta fija (por ejemplo, el bancario o la financiación de proveedores), no garantiza en modo alguno la solvencia de la entidad emisora ya que su endeudamiento total puede ser muy superior al que se derive de las emisiones de obligaciones;
 - (ii) Porque la fijación de un nivel de endeudamiento máximo de los emisores de renta fija tampoco asegura su capacidad de repago porque no es posible fijar de antemano un porcentaje de apalancamiento tope aplicable con carácter general y a priori a los distintos emisores a través de los diversos ciclos económicos que pueden vivir;
 - (iii) Porque hay en la actualidad otros medios, inexistentes en el momento de concepción de esta regla, que resultan mucho más razonables y proporcionados para lograr la finalidad perseguida de protección de los inversores tales como la puesta a disposición del inversor con carácter previo a la suscripción de los valores de información completa sobre el emisor por medio de un folleto informativo que le permita formarse un juicio informado sobre

² No en vano, esta norma encuentra su origen en las leyes decimonónicas que autorizaban la emisión de obligaciones a las compañías de ferrocarriles en el siglo XIX (i.e., Ley General de Ferrocarriles de 3 de junio de 1855).



la inversión que se le propone, la eventual obtención por el emisor de una calificación crediticia así como la regulación del sindicato de obligacionistas y del comisario.

En consecuencia, esta exigencia constituye un lastre innecesario para los emisores de obligaciones distintos de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, quienes ven mermada indebidamente su capacidad de financiación en los mercados de capitales, lo que es especialmente grave en el actual período de contracción prolongada del crédito bancario.

PREVALENCIA DE LA LIBERTAD DE PACTOS

Creemos que, con carácter general, debería darse amplia prevalencia a la libertad de pactos entre el emisor del empréstito y los obligacionistas proveedores de la financiación a través de los términos y condiciones de las obligaciones emitidas, evitando la reiteración que hacen los Proyectos de preceptos tradicionales cuya naturaleza, imperativa o de supletoria para el caso de ausencia de pacto entre las partes, es discutible, y que carecen de sentido, como por ejemplo:

- la prohibición a la sociedad que haya emitido obligaciones de acordar el reparto de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos o la reducción voluntaria del capital social, si el valor del patrimonio neto fuera o, a consecuencia del reparto, resultare ser inferior al valor de ese patrimonio a la fecha de la emisión de las obligaciones;
- la previsión de ajuste de la relación de conversión de las obligaciones convertibles en caso de reducción del capital por pérdidas prevista en la Ley de Sociedades de Capital;
- la prohibición a la sociedad que haya emitido obligaciones convertibles de acordar la reducción del capital mediante condonación de dividendos pasivos o restitución de aportaciones a los accionistas, sin antes ofrecer a los obligacionistas la posibilidad de realizar la conversión durante un mes;
- la previsión de que la retribución a percibir por el comisario estén en función del importe de la emisión y no en función de otras variables libremente pactadas (complejidad de la estructura de emisión, requerimientos específicos de seguimiento de obligaciones de hacer o *covenants*, etc.).

RÉGIMEN DE PUBLICACIÓN DEL INFORME DE BASES Y MODALIDADES Y EXCLUSIÓN DEL DERECHO

Por último, nos parece desafortunada, al incrementar innecesariamente los procesos burocráticos y los plazos de emisión de obligaciones convertibles, la extensión que hace el ACM al informe de bases y modalidades de la conversión y, en su caso, de exclusión del derecho de suscripción preferente del régimen de publicación en la página web corporativa e inserción en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de los proyectos de ope-



razones de modificación estructural, que resulta completamente injustificada máxime cuando en otros supuestos en los que se requiere la elaboración por los administradores de la sociedad de informes justificativos de acuerdos que se sometan a la junta general de accionistas es suficiente con que se pongan a disposición de los accionistas coincidiendo con la convocatoria de la reunión.



EL MARF COMO MECANISMO DE FINANCIACIÓN Y SUS POSIBILIDADES

JULIO ALCÁNTARA LERA

Consejero-Director General del Mercado AIAF de Renta Fija

GONZALO GÓMEZ RETUERTO

Director Gerente del Mercado Alternativo de Renta Fija

1. ANTECEDENTES DEL PROYECTO

Dentro del extenso Programa Nacional de Reformas para 2013 elaborado en abril de ese año por el Gobierno español, en el capítulo dedicado a restablecer las condiciones normales de préstamo a la economía, se indicaba por primera vez de forma expresa la próxima creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y en diversos apartados de dicho Programa, se hacían varias referencias al mismo, como por ejemplo, dentro de las medidas para impulsar la financiación de los emprendedores.

Con anterioridad, el hecho que preludiaba y, en cierto modo, establecía la necesidad de la creación de un Mercado de estas características fue el Memorando de Entendimiento (*MoU*) acordado por España con la Unión Europea en julio de 2012, el cual, en su punto 27 indicaba que, «a la luz de la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria», las autoridades españolas debían preparar, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación a través del mercado de capitales.

En efecto, la financiación de las empresas españolas ha tenido casi exclusivamente origen bancario, con escaso recurso a fuentes de crédito alternativas, en porcentajes muy superiores a los de otros países de nuestro entorno:

GRÁFICO 1. DEPENDENCIA DEL CRÉDITO BANCARIO

País	% de financiación empresarial a través de la banca
EEUU	30
Reino Unido	35
Francia	45
Alemania	55
Italia	70
España	78

Fuente: CNMV.



Es de sobra conocida la situación del sector financiero español, inmerso en un proceso de concentración, de saneamiento y reducción de su endeudamiento (cuya consecuencia principal ha sido la práctica desaparición del sector de Cajas de Ahorro), a lo que hay que añadir la nueva regulación bancaria de Basilea III, que penaliza por la vía de mayores requerimientos de capital la concesión de préstamos a largo plazo así como la concesión de los mismos a compañías con bajo *rating*. Todo ello ha provocado una fuerte reducción de la oferta de crédito por parte de las entidades financieras, que está condicionando seriamente la obtención de financiación de las empresas, en especial de las PYMES.

Las grandes empresas están habituadas a acudir a los mercados regulados de bonos y, de hecho, comenzaron a emitir a lo largo de 2013, tan pronto como las circunstancias lo permitieron, para solucionar la renovación de los vencimientos de los préstamos sindicados. A estos emisores ya veteranos se unieron otras 16 empresas, principalmente exportadoras o con un porcentaje muy alto de su negocio en el exterior, que se estrenaban por primera vez en los mercados de capitales. Sin embargo, multitud de compañías de tamaño medio y pequeño se encontraron con el camino cortado para acceder a su –hasta ahora– única fuente de financiación.

Para tratar de paliar este problema, el Gobierno español tomó la iniciativa de explorar alternativas dirigidas al estímulo de la financiación no bancaria, con la adopción de diversas medidas de apoyo a la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF, que facilitara a las empresas la captación de financiación por la vía de emisión de instrumentos financieros en los mercados de capitales.

El Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) se hizo cargo del desarrollo de este proyecto y en poco más de cinco meses diseñó el nuevo Mercado desde el punto de vista normativo, con la redacción de un Reglamento y su correspondiente conjunto de Circulares, y desde la vertiente técnica, con la creación de diferentes registros y de la plataforma de negociación.

En diciembre de 2013 se incluía la primera emisión de bonos a cinco años de la empresa constructora de infraestructuras COPASA, con un interés nominal del 7,5% anual.

2. MERCADOS ALTERNATIVOS EN EUROPA

La problemática que ha determinado la creación del MARF no se circunscribe a España. En otros países de nuestro entorno también se ha sentido la necesidad de contar con un canal de admisión a cotización más flexible que el del mercado regulado y enfocado hacia emisiones de empresas de menor tamaño, que de otra forma tienen difícil acceso a los mercados de deuda corporativa mayorista.

En Europa funcionan otros mercados de renta fija alternativos similares al MARF y que comparten sus características: son mercados no regulados aunque dependen en su gestión de un mercado oficial, configurados como Sistemas Multilaterales de Negociación, con mayor simplicidad de la documentación y los trámites, la participación de un asesor (*sponsor* o *manager*) que sirve de guía y ayuda en todo el proceso, etc.



El mercado noruego Nordic ABM, dependiente de la Bolsa de Oslo se creó en 2005 y fue el primero diseñado para acoger emisiones de bonos y renta fija a corto plazo con menores requerimientos que la Bolsa. Tiene dos segmentos: uno minorista, destinado al público en general (Nordic ABM Retail), y otro dirigido hacia los inversores profesionales (Nordic ABM Professional).

En Alemania, la Bolsa de Stuttgart lanzó en 2010 un segmento especializado en emisiones de renta fija para PYMES que se convirtió en el alternativo BondM, con bastante éxito en cuanto al número de emisiones y volumen total captado (más de 5.000 millones de euros), razón por la que, en cierta manera, se ha convertido en el mercado alternativo de referencia para otros países; sin embargo, en 2013 la Bolsa de Frankfurt le arrebató el liderato al listar entre sus tres segmentos (Entry Standard, Open Market y Prime Estándar) el 80% de las emisiones de este tipo listadas en aquel país.

En Francia la actividad de renta fija se incluye como segmento en el mercado alternativo Genérico Alternext, donde se negocia todo tipo de activos, tanto de renta fija, como de renta variable.

Italia lanzó en febrero de 2013 el segmento ExtraMOT PRO, destinado a la cotización de bonos y papel comercial que ha tenido bastante aceptación, captando tan solo en un año unos 3.000 millones de euros.

3. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO

El Mercado se estructura bajo la fórmula de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), de acuerdo con lo regulado en los artículos 118 a 126 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

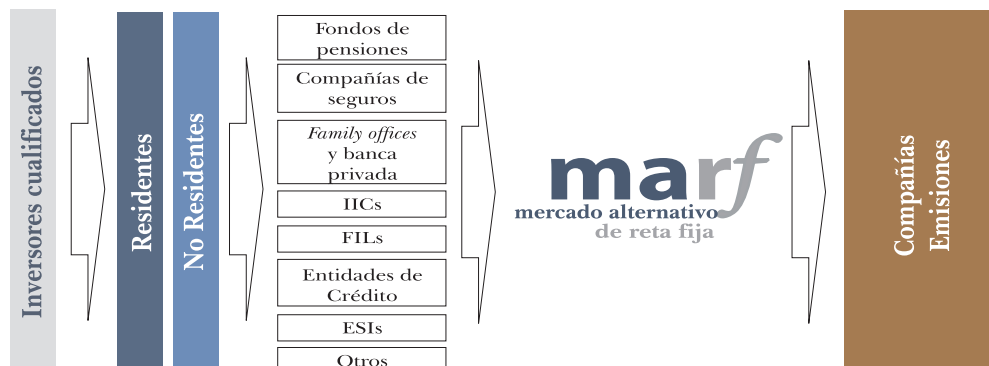
Esta figura conlleva una mayor capacidad de autoregulación por parte de los órganos de gestión del Mercado y posibilita que los requisitos de acceso sean más flexibles que los existentes en los mercados oficiales. Por ejemplo, no es necesaria (se deja como una opción) la formulación de las cuentas anuales consolidadas según las normas internacionales de contabilidad, algo que es obligatorio desde el año 2005 para aquellas sociedades que tienen valores admitidos a negociación en un mercado regulado. Tampoco es necesaria la presentación de un folleto de emisión ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según el formato definido por la legislación comunitaria, lo que redundará en una mayor agilidad en la tramitación de las emisiones. De este modo, las empresas que acudan al MARF podrán beneficiarse de una simplificación de los trámites y un menor coste de los mismos.

Con el objetivo de simplificar al máximo su estructura, el grupo BME no ha creado una nueva entidad para llevar a cabo la gestión del Mercado, sino que esta labor la realiza el Consejo de Administración del Mercado AIAF Renta Fija.

Podrán incorporarse al Mercado aquellos valores de renta fija emitidos por sociedades anónimas y otras entidades, españolas y extranjeras, en los que concurren circunstancias que requieran de un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales y sobre los que no pese restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de los valores de renta fija por ellas emitidas. La representación de estos valores será mediante anotaciones en cuenta.

Es importante resaltar que los valores susceptibles de incorporación a este Mercado deberán ir dirigidos exclusivamente a inversores cualificados, según la definición que otorga la Directiva de Folletos (2003/71/EC). El nominal unitario de cada título tendrá un importe mínimo de 100.000 euros. Por consiguiente, quedan excluidos los inversores particulares. El Gráfico 2 muestra algunos ejemplos de posibles inversores.

GRÁFICO 2. INVERSORES POTENCIALES



Fuente BME.

4. REQUISITOS DE ADMISIÓN Y DE REGISTRO

La incorporación de valores negociables será solicitada por el emisor o por cualquier Miembro del Sistema.

Las entidades que presenten una solicitud de incorporación deberán aportar diversa documentación acreditativa. Debido a que estos valores no van a requerir la formalización de escritura pública de emisión, es imprescindible que se presente la información justificativa, a los efectos de la identificación del emisor y de los valores que se incluyen en el Sistema, como por ejemplo:

- i. Acreditación de la constitución de la entidad y de su inscripción en el Registro Mercantil, mediante testimonio notarial de escritura inscrita o certificación registral. Certificación de los Estatutos vigentes.
- ii. Certificación de los acuerdos de emisión e incorporación al Mercado de los valores, adoptados por los órganos sociales correspondientes, con legitimación notarial de firmas. Poderes vigentes de los firmantes de toda la documentación precisa para la incorporación de los valores.
- iii. Informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión o informe de solvencia emitido por una entidad registrada y certificada por ESMA.
- iv. Cuentas anuales individuales y, en su caso, consolidadas de los dos últimos ejercicios junto con el informe de auditoría correspondiente con certificación del Registro Mercantil del depósito de las mismas. Tales cuentas anuales deberán



tener una opinión de auditoría sin salvedad alguna. Si el emisor tuviera un folleto vigente en CNMV, servirá a estos efectos la información relativa a las cuentas que haya incorporado al mismo.

- v. Un Documento Informativo de incorporación de valores en el que se detallarán las características generales de los mismos y que hará las veces de Folleto de Emisión.

5. MIEMBROS DEL MERCADO

Podrán ser Miembros del Mercado Alternativo de Renta Fija:

- i. Las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes de terceros o para negociar por cuenta propia en los mercados.
- ii. La Administración General del Estado, actuando a través de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.
- iii. Aquellas entidades que, a juicio del Consejo de Administración, cumplan las condiciones del apartado f) del artículo 37.2 de la Ley del Mercado de Valores y desempeñen especiales funciones que sean relevantes para el funcionamiento del Mercado.

Las entidades que estén interesadas en adquirir la condición de Miembro del Mercado deberán disponer de los medios personales y técnicos que las normas del Mercado exijan para actuar en él.

Estos medios técnicos son fijados y revisados por el Consejo de Administración, mediante la correspondiente Circular, que regula los regímenes específicos que se aplican en función de la capacidad negociadora propia de cada tipo de Miembros del Mercado, prestando especial atención a una adecuada organización, efectividad de los mecanismos de supervisión, sistemas de información y equipos informáticos.

Adicionalmente, los medios serán adecuados al volumen de su actividad, así como a la necesidad de garantizar la transparencia, integridad y supervisión de la contratación.

6. ASESORES REGISTRADOS

Dentro de la estructura del MARF, se ha definido la figura de Asesor Registrado, que son aquellas entidades que deberán valorar la idoneidad de las empresas interesadas en realizar emisiones de deuda en MARF y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponderán y en la elaboración y presentación de la información requerida para actuar en el mismo.

En ese sentido, esos Asesores colaborarán con las empresas para que éstas puedan cumplir las obligaciones y responsabilidades que asumen al incorporar sus emisiones al Mercado y se presentan como un cauce especializado de interlocución con las mismas y



como un medio de facilitar la inserción y desenvolvimiento de esas empresas en el nuevo régimen de negociación de sus valores.

Para obtener la condición de Asesor Registrado las empresas deberán cumplir una serie de requisitos:

- i. Ser personas jurídicas.
 - ii. Tener experiencia en el asesoramiento a compañías en relación con su actuación en el mercado de valores, tanto en lo que se refiere a la preparación y revisión de folletos informativos y otra documentación de información financiera, como en la comprobación de los requisitos exigidos para la admisión a negociación en mercados y sistemas multilaterales de negociación.
 - iii. Contar con personal cualificado y con experiencia en esas áreas de actividad.
 - iv. Las entidades deberán indicar las relaciones y vínculos que mantengan con las compañías que les designen como Asesores Registrados y describir los procedimientos y mecanismos que hayan estado aplicando para salvaguardar su independencia en cuanto Asesor Registrado respecto de las empresas a las que asesoren.
 - v. Separación entre sus actuaciones en cuanto Asesor Registrado y los restantes cometidos que puedan llevar a cabo en el Mercado y tratamiento de los eventuales conflictos de interés con su eventual condición de Miembro del Mercado Alternativo de Renta Fija o de entidad de valoración o proveedor de liquidez.
- Las entidades habrán de describir los procedimientos y mecanismos que hayan estado aplicando para salvaguardar esa separación de actuaciones entre las diversas áreas de actividades y servicios que hayan venido desarrollando, simultáneamente, en mercados y sistemas multilaterales de negociación.

7. INFRAESTRUCTURA DE NEGOCIACIÓN

Este tipo de mercados alternativos, dadas las características de los valores que se emiten (rating generalmente por debajo de *investment grade*, volumen emitido relativamente bajo, alta rentabilidad,...), se caracterizan por tener una actividad en el mercado secundario bastante reducida, por cuanto las inversiones suelen permanecer en las carteras a vencimiento. No obstante, Bolsas y Mercados Españoles ha creado una plataforma de negociación completa, preparada para acoger volúmenes elevados de operaciones, mediante la adaptación de la tecnología ya existente en el grupo.

El mercado secundario se basa en la plataforma de contratación SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda), perteneciente a AIAF Mercado de Renta Fija. En esta plataforma actualmente ya se ejecutan las operaciones sobre diversos valores admitidos a cotización en el Mercado AIAF.

La negociación en SEND se produce de forma continua y electrónica, con difusión en tiempo real de todos los datos de su actividad.

La plataforma facilita a los operadores los medios necesarios para que lleven a cabo



la gestión de sus órdenes, permitiéndoles realizar consultas y funciones de mantenimiento sobre las mismas y de sus ejecuciones.

El Sistema proporciona información y herramientas sobre los productos que negocian en el sistema: características de los valores, volúmenes y precios históricos negociados, cálculo de la Tasa Interna de Retorno (TIR), flujo de cupones y amortizaciones, etc.

El mercado es anónimo, en el sentido de que no se identifica a las Entidades Participantes en las posiciones ni en las negociaciones, pero sí se visualizan todas las posiciones compradoras y vendedoras así como las negociaciones realizadas.

Dentro del Sistema coexisten dos modalidades de contratación: negociación multilateral y negociación bilateral.

- i. Se denomina negociación multilateral a aquella forma de contratación en la que las operaciones son el resultado del cruce de las diferentes órdenes de compra y de venta introducidas por las Entidades Participantes en el libro de órdenes del Sistema.
- ii. Por negociación bilateral se entiende la modalidad de negociación que permite comunicar operaciones acordadas previamente entre dos Entidades o entre una Entidad con sus clientes y ejecutadas al margen del libro de órdenes del Sistema.
 - a. Operaciones a Precio Convenido.
Bajo esta modalidad de contratación dos Entidades Participantes acuerdan previamente una operación y la introducen ya cerrada en el sistema a efectos de su difusión al mercado y su incorporación en los procedimientos de liquidación.
 - b. Aplicaciones.
Bajo esta modalidad de contratación la Entidad Participante introduce en el sistema una operación ya casada en la que el mismo interviene la compra y la venta a efectos de su difusión al mercado y su incorporación en los procedimientos de liquidación.

Todas las órdenes introducidas son órdenes limitadas en su precio a ejecutar a su precio límite o mejor. Cuando se introduzca una orden de compra en el Sistema, si existiesen ya órdenes a la venta en él, se ejecutará a su precio límite o a un precio inferior que haya en el lado contrario del libro. Por el contrario, si es de venta y hay precios de compra ya incluidos en el libro de órdenes, se ejecutará su precio límite o a un precio superior que haya en el lado contrario del libro.

En caso de existir contrapartida, una vez situada en el libro de órdenes, la orden es ejecutada a su precio límite.

En cuanto a la forma de negociar el importe nominal las órdenes limitadas pueden tener las siguientes condiciones de ejecución:

- i. Sin restricciones: la orden se ejecutará inmediatamente si hay contrapartida en el mercado en el momento de su introducción a ese precio o mejor tal y como se ha descrito anteriormente. Si no hay contrapartida o ésta no es suficiente, la orden o su resto se colocará en el mercado por orden de precio y tiempo de introducción, manteniéndose en el mismo hasta su negociación o cancelación.



- ii. Con restricciones a la ejecución:
 - a. Volumen mínimo: la orden lleva implícita la condición de que al menos se negocie un importe mínimo indicado como tal al introducir la orden. Si se ejecuta al menos este importe mínimo la orden permanece en el mercado hasta la ejecución del resto, si bien este resto se podrá negociar por cualquier importe siempre en cantidades iguales o múltiplos del nominal unitario de la emisión. Si no hay contrapartida suficiente para completar el mínimo exigido inicialmente, la orden no podrá ser incluida en el libro de órdenes.
 - b. Todo / Nada: la orden se ejecuta si en el momento de introducirse hay contrapartida para la totalidad de su importe. En caso contrario, la orden no podrá ser incluida en el libro de órdenes.
 - c. Ejecutar y anular: la orden se ejecuta por la cantidad que exista como contrapartida en el momento de su introducción anulándose el resto.

Las órdenes podrán tener los siguientes plazos de vigencia:

- i. Validez día: la orden es válida sólo para la sesión en curso. En caso de no negociarse en el transcurso de la sesión, la orden o su resto no negociado se cancelará automáticamente en el cierre.
- ii. Validez hasta una fecha: se marcará una fecha concreta (como máximo hasta 30 días). Al finalizar la sesión de dicha fecha, la orden o su resto no negociado se cancelará automáticamente.
- iii. Validez hasta su cancelación: la orden será válida durante 30 días. Transcurridos los cuales, la orden o su resto no negociado se cancelará automáticamente.

Tras la ejecución de las órdenes como consecuencia del cruce automático de las ofertas y las demandas existentes en el libro, la liquidación de las operaciones se realizará en IBERCLEAR siguiendo el mismo esquema operativo y de registro que utilizan actualmente las entidades custodio para los valores de otros emisores admitidos en el Mercado AIAF.

8. REQUISITOS DE TRANSPARENCIA DE LA EMISORA

Una vez incorporados los valores a negociación en el Mercado, los emisores o la entidad que ellos designen, asumirán la obligación de poner a disposición del Mercado la siguiente información:

- i. Con la periodicidad que se hubiera determinado, la valoración realizada por una entidad independiente relativa a las emisiones en los casos en los que, atendiendo a la frecuencia y volúmenes contratados, el Mercado haya establecido la pertinencia de contar con tales valoraciones.
- ii. Cualquier modificación o variación de los términos y condiciones de los valores. Los emisores comunicarán sin demora tan pronto como haya una decisión adop-



tada del órgano de administración cualquier modificación o variación de los términos y condiciones de los valores por ellos emitidos e incorporados en este Mercado y siempre con anterioridad a la entrada en vigor de las modificaciones o variaciones de que se trate.

Se entenderá por modificación o variación de los términos y condiciones, como, por ejemplo: cambio de tipos de interés, reducciones de nominal, ejecución de amortizaciones anticipadas, tanto por parte del emisor como por parte del titular, previstas en el documento de emisión, exclusiones del mercado, etc.

- iii. Otra información relevante. De forma general, la entidad emisora, o aquella en quien delegue, remitirá al Mercado la misma información relevante que deba facilitar a cualquier Organismo Supervisor.

Sin perjuicio de lo anterior, en particular, las entidades emisoras comunicarán como información relevante las cuentas anuales formuladas en cada ejercicio. El plazo de comunicación de estas informaciones se corresponderá sin dilación con el momento de adopción formal de los acuerdos relacionados con dichas cuentas anuales y en el caso de auditorías de cuentas la fecha efectiva de obtención de la información pertinente.

9. EL MERCADO COMIENZA A ANDAR

Después del primer año de actividad se puede decir que el Mercado es ya una realidad. Se han inscrito un total de 19 Miembros, entre los que figuran las principales entidades financieras y de intermediación españolas, 20 Asesores registrados se han dado de alta y 11 empresas han encontrado el canal de financiación adecuado a sus necesidades.

Se han incorporado a negociación los valores de ocho emisiones de bonos con vencimiento a 5 y 10 años, por un global de 308 millones euros y una emisión de bonos de titulación, por importe de 20 millones de euros.

Adicionalmente, se han supervisado cinco programas de emisión de pagarés con un saldo máximo conjunto de 349,9 millones de euros y se han incorporado, con cargo a dichos programas, un total de diecisiete desembolsos de pagarés por importe de 182 millones de euros.

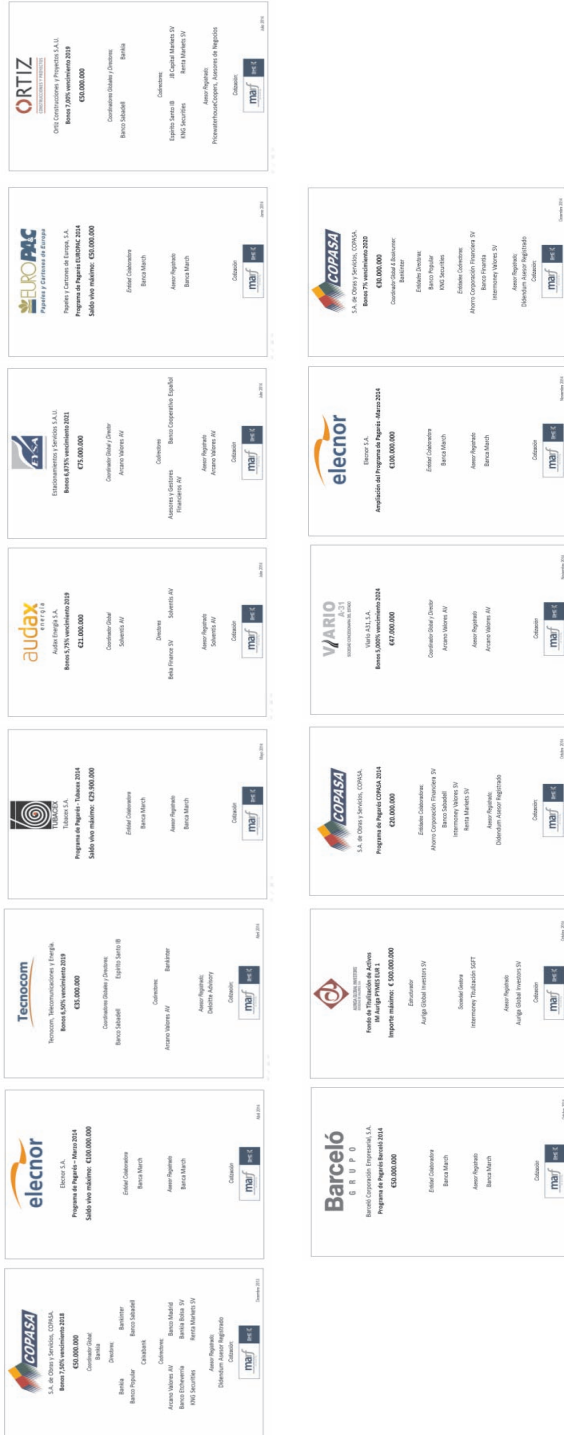
En resumen, el volumen captado por el Mercado al cierre de diciembre de 2014 asciende a 343,9 millones de euros. El Gráfico 3 refleja los emisores hasta dicha fecha:



LOS RETOS DE LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR EMPRESARIAL



GRÁFICO 3. EMISORES EN MAF



Fuente: BME.



10. VENTAJAS DE ACUDIR AL MERCADO DE CAPITAL

Es obvio que aún existen ciertas reticencias entre los posibles emisores de este Mercado, en gran parte debido al desconocimiento de este canal de financiación. Tras años de financiación bancaria barata y fácil de obtener, es complicado rediseñar las políticas internas de las empresas y algunos directores financieros miran todavía con desconfianza la posibilidad de acudir al Mercado.

Los potenciales emisores del MARF deben tener en cuenta que, en sí mismo, el proceso de salida al Mercado produce diversos beneficios:

- i. Se accede a un canal completamente nuevo y se diversifican las fuentes de financiación de la empresa, consiguiendo mayor independencia respecto de la banca.
- ii. Se obtiene financiación a plazos más largos y habitualmente con un único vencimiento (*bullet*), lo que aporta mayor autonomía e independencia. La empresa puede dedicarse a su negocio, sin necesidad de atender periódicamente a las renovaciones.
- iii. Generalmente, no es necesario aportar garantías y colaterales, así como tampoco existen las cláusulas contractuales restrictivas, habitualmente aplicadas en operaciones de financiación sindicada (*covenants*).
- iv. Muchos concursos internacionales valoran positivamente que la empresa o sus activos estén listados en un mercado. Salir a cotizar a un mercado otorga mayor visibilidad del emisor, con la correspondiente publicidad y pone a disposición del inversor el acceso a los hechos relevantes que informan puntualmente sobre la marcha de la sociedad con posterioridad a la colocación.
- v. La relación directa con los inversores enriquece el conocimiento sobre los niveles de coste del mercado y sobre el tipo de papel que demandan. Esta relación es muy útil para posteriores apelaciones al mercado, puesto que facilita las decisiones de inversión.
- vi. El simple hecho de elaborar la documentación necesaria para la salida al Mercado requiere cierto esfuerzo de análisis y síntesis que puede ayudar a la compañía a objetivar mejor sus parámetros de gestión y financiación, así como de gobierno corporativo. El proceso de obtención del rating puede servir a la empresa para mejorar su organización interna.

En la actual coyuntura existe una ventaja técnica adicional. Con el escenario de bajos tipos de interés y baja inflación y la rentabilidad de la deuda pública en mínimos históricos, existe una fuerte demanda de este tipo de inversión al ofrecer diferenciales importantes con relación a otros activos financieros. Tanto los fondos de inversión libre como las *family offices* se muestran dispuestos a asumir mayor riesgo a cambio de mayor rentabilidad.

11. CONCLUSIONES Y POSIBLE EVOLUCIÓN

Los principales analistas están de acuerdo en la necesidad de existencia del MARF como pieza fundamental para facilitar a las empresas el acceso a la financiación a través de los



mercados financieros. El universo de posibles emisores en MARF es el formado por compañías solventes, no necesariamente calificadas como *investment grade*, con unos riesgos de negocio controlados y que cuentan con una tesorería que les permite holgadamente atender a la deuda.

A lo largo de estos siete meses los tipos de emisión en el mercado se han ido adaptando a las circunstancias de cada momento, pasando desde el 7,5% de la primera emisión hasta el 5,75% de la última, en consonancia con la caída experimentada por la prima de riesgo del país y la demanda de los inversores, lo que se considera como un factor más que evidencia la consolidación del Mercado.

No existe, por parte de la reglamentación del Mercado, ninguna limitación sobre el tamaño de las empresas que pueden acudir al mismo, ni sobre el volumen a emitir. Tampoco en cuanto a la estructura de las propias emisiones, que hasta el momento han sido con garantía del propio emisor y con un único vencimiento, pero no se descartan en el futuro emisiones con garantías adicionales, titulizaciones u otros activos de mayor complejidad.

Debido a que los empresarios no están familiarizados con estos mecanismos, se está llevando a cabo una labor informativa encaminada a ampliar el conocimiento del Mercado y existe gran interés por parte de numerosas empresas de mediano tamaño por utilizar esta fuente de financiación.

Se considera fundamental la labor que desarrollan los Asesores Registrados, tanto durante el proceso de preparación y elaboración de la documentación relativa a la emisión, como posteriormente con la aportación de información periódica y de cualquier hecho que pudiera ser relevante para la marcha de la sociedad. En un Mercado de estas características es muy importante garantizar la máxima transparencia, poniendo toda la información a disposición de inversores y público en general.



FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA Y CRÉDITO A LAS PYMES

JOSÉ ANTONIO TRUJILLO¹
Intermoney

RESUMEN EJECUTIVO

Las técnicas de financiación estructurada, entre las que podemos incluir la titulización y los bonos protegidos (*covered bonds*), pueden ser utilizadas para mejorar la financiación de las PYME. Son utilizadas por entidades bancarias para refinanciar sus Carteras de préstamos a PYMES, bien sea titulizándolas o afectándolas para construir bonos protegidos estructurados (*structured SME covered bond*), pero también pueden ser utilizadas directamente por las empresas no financieras que dispongan de derechos de cobro de naturaleza y características adecuadas para su cesión a terceros. En principio, por su complejidad y costes, estos instrumentos de financiación parecen estar reservados a entidades financieras, y fuera de ese ámbito a empresas de gran tamaño. Sin embargo también pueden ser utilizados por empresas de tamaño relativamente reducido. Los fondos de titulización «privados» son una herramienta muy flexible, jurídicamente sólida, sujeta a procedimientos administrativos sencillos y de bajo coste, y pueden ser utilizados por empresas de tamaño medio, tanto para emitir y colocar bonos de titulización como para estructurar y emitir bonos protegidos. Por otro lado, recientemente la legislación ha habilitado a los fondos de titulización privados para que puedan optar a cotizar en plataformas alternativas de negociación tipo MAREF. Esto supone un atractivo adicional, pues facilita la colocación y posterior negociación de los bonos, aunque ésta quede restringida a inversores cualificados.

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas pequeñas y medianas (PYMES), incluidas las microempresas y los trabajadores autónomos, constituyen el segmento empresarial que sostiene el mayor porcentaje de empleo; casi el 70% del empleo privado y alrededor del 50% del PIB europeo. Esta circunstancia se repite en todos los países de la UE, con mayor o menor importancia. En el caso español los datos de contribución al empleo por tamaño de empresa confirman dicha importancia, a la vez que ponen de manifiesto un alto nivel de atomización.

¹ Presidente de Intermoney Titulización SGFT. El autor agradece los comentarios de Manuel González Escudero y Carmen Barrenechea.

**NÚMERO DE EMPRESAS Y EMPLEADOS EN ESPAÑA MAYO DE 2014**

Tipo de empresa según empleo	número	%	asalariados	%	Media asalariados
Autónomos	1.516.602	56,1%	-	-	-
Micro empresas (1-9)	1.036.669	38,3%	2.638.300	21,5%	2,5
Pequeñas (10-49)	125.573	4,6%	2.444.400	19,9%	19,5
Medianas (50-249)	21.419	0,8%	2.115.300	17,3%	98,8
Grandes (250-)	4.254	0,2%	5.062.100	41,3%	1.190,0
Total	2.704.517	100,0%	12.260.100	100,0%	

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Sin el crecimiento del segmento PYME difícilmente se puede reducir la tasa de paro de manera significativa. Por ello, desde todas las instancias de gobierno de los países de la UE, desde la propia Comisión Europea y también desde los Bancos Centrales, se establecen medidas de apoyo a este segmento en todos los ámbitos: fiscal, laboral, administrativo, comercial y financiero. En esta nota nuestro interés se limita al ámbito financiero y, en particular, a lo relativo al acceso de las empresas a la financiación, tanto bancaria como a la obtenida directamente en el mercado. Más en concreto, estamos interesados en aquellas medidas e instrumentos que buscan favorecer la financiación a las pymes, sea tanto la obtenida por estas de manera directa en el mercado como aquellas otras que de manera indirecta buscan favorecer el crédito bancario, facilitando su refinanciación. En particular nos referiremos a la utilización de instrumentos de titulización y otros con respaldo de activos, tanto para su utilización directa por las PYME como por las entidades bancarias que las financian.²

2. MEDIDAS DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

En España no existen estadísticas precisas sobre crédito al segmento de las PYME, pero los datos para el conjunto del sector privado indican caídas muy pronunciadas desde el comienzo de la crisis sin haber todavía tocado suelo.³ Las causas de la caída deben atribuirse tanto a factores de demanda como de oferta. Desde el estallido de la burbuja, partiendo de una situación de alto nivel de endeudamiento, ha debido producirse una contracción en la demanda de crédito por parte de las pymes. El aumento del coste de financiación pudo ser inicialmente un factor explicativo de dicha reducción,

² El número 45 de la Colección Papeles de la Fundación de Estudios Financieros aborda la problemática de la financiación de las PYMES desde múltiples perspectivas.

³ Sobre los datos de evolución del crédito según tamaño de las empresas se puede consultar Martínez Carrascal C. y Mulino Rósen M. (2014).



pero a medida que la economía se adentró en la crisis, ha tenido que ir cobrando más importancia como explicación la falta de oportunidades de crecimiento e inversión en un contexto generalizado de deterioro de expectativas y destrucción de empleo. Por el lado de la oferta, las entidades de crédito han endurecido las condiciones de acceso al crédito al sector privado y especialmente a las PYMES. El mayor rigor en la concesión es una respuesta lógica a las crecientes tasas de morosidad, pero también un consecuencia de la política general de reducción de balance de las entidades y de la preferencia por otras alternativas con menor riesgo, menor consumo de capital y muy rentables a corto plazo, como ha sido la inversión en deuda pública, favorecida por una política monetaria crecientemente expansiva.

APOYO A LA REFINANCIACIÓN BANCARIA

Sin restar importancia a los factores que puedan explicar la disminución del crédito a las PYMES desde el lado de la demanda, parece haber cierto consenso sobre que las restricciones por el lado de la oferta han sido determinantes para dicha disminución, al menos en los primeros años de la crisis, hasta el punto de poder haber contribuido a su agravamiento en algunos países. En otras palabras, parece existir una demanda de crédito solvente por parte de PYMES que no está siendo atendida por las entidades de crédito y que tampoco puede ser satisfecha de manera directa por las empresas en el mercado de capitales. Como respuesta se han producido medidas públicas de apoyo en dos vertientes. Por un lado, aquellas que buscan facilitar la refinanciación a las entidades de crédito, con el objetivo de aumentar la disponibilidad de recursos para conceder nuevos créditos y abaratar su coste. Por otro, medidas que buscan favorecer el acceso directo de las PYMES al mercado mediante la implantación de plataformas de negociación alternativas, menos exigentes en requerimientos formales y de información, y de menor coste que las existentes para emisores de mayor tamaño.

Sin ninguna pretensión de exhaustividad encuadraríamos en el primer apartado las políticas desarrolladas mediante instituciones locales, como el ICO, con líneas de provisión de liquidez finalista para la financiación de PYMES. Por otro lado, a nivel de la UE, habría que incluir las actuaciones del Banco Europeo de Inversiones (BEI) a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), dirigidas al segmento PYME, en este caso con una combinación de provisión de liquidez y asunción de riesgo. El FEI suscribe bonos emitidos por fondos de titulización de préstamos a PYMES y otorga garantías aportando su calificación triple-A a inversores en dicho tipo de bonos. El FEI se involucra en el proceso de estructuración del correspondiente fondo de titulización, imponiendo criterios de elegibilidad para los préstamos y niveles de mejora de crédito que respondan a su política de riesgos. La garantía típica, otorgada directamente al suscriptor de los bonos, asegura el pago puntual de intereses y la recuperación del principal en el vencimiento final.⁴ Otra línea de apoyo del FEI es el otorgamiento de garantías directamente a carteras de PYMES.

⁴ Estas operaciones pueden no ser vistas en el mercado, por tratarse de bonos no cotizados constituidos ad hoc en régimen privado y donde la garantía se otorga directamente a favor del inversor; que



Aunque de naturaleza muy distinta, pero asimismo vinculadas al mundo de la titulización, son también medidas de apoyo indirecto a las pymes las facilidades de liquidez otorgadas por el BCE; tanto las permanentes que permiten el descuento de bonos de titulización con respaldo de préstamos a pymes, como las extraordinarias tipo TLTRO, vía préstamo condicionado a la inversión en pymes pero sin garantías, que comenzará en otoño de 2014. Las entidades de crédito españolas, y también las italianas, han sido las más activas a la hora de titular préstamos a pymes, inicialmente emitiendo bonos para su colocación en mercado y a partir de 2007 reteniéndolos en balance para su inclusión en sus respectivas pólizas de descuento frente a BCE. Sin embargo, a pesar de la práctica ausencia de fallidos en las operaciones de titulización en Europa, esta vía de obtención de liquidez a partir del descuento de ABS con respaldo de préstamos a pymes, ha estado fuertemente penalizada.⁵ El hecho de entrar en la categoría de titulización supone un hándicap y el BCE impone un *haircut* especialmente alto en el descuento a dicha categoría de activos; por cierto, un tanto incongruente con la información disponible sobre fallidos desde el comienzo de la crisis. Pero además, por tratarse de riesgo pyme, las operaciones sufren un estrés adicional por parte de las agencias de calificación, también hasta cierto punto ajenas a los datos de fallido observados. El resultado final es que a partir de una cartera estándar de préstamos a pymes, la liquidez neta obtenible en BCE mediante la garantía del tramo senior de una operación de titulización retenida para dicho fin por la entidad se ha situado en el pasado reciente entre el 50% y el 60% del importe de la cartera.⁶

MERCADOS ALTERNATIVOS

En el segundo apartado de medidas de apoyo a las pymes está la creación de mercados alternativos de cotización; en el caso español, los mercados alternativos MAB y MARF, de acciones y renta fija respectivamente, dirigidos a empresas de tamaño medio.

Sin embargo no es mucho lo que se puede esperar de estos mercados. Tengamos en cuenta que, de algún modo, existe una contradicción entre la propia naturaleza de las empresas que entran en la categoría de pyme, incluso aunque nos refiramos exclusivamente a las de tamaño medio, y la noción de mercado organizado, sea éste en la vertiente de recursos de capital (MAB) como de deuda (MARF). Naturalmente, estos mercados sólo pretenden dar acceso a empresas de tamaño medio, pero su importancia,

típicamente mantiene los bonos en balance o los incluye en algún tipo de *conduit* o vehículo de inversión. Al menos tenemos conocimiento de una operación de este tipo realizada por el FEI en España en 2013 para una entidad de crédito de tamaño medio.

⁵ El documento conjunto del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (2014) cuyo objetivo es favorecer el uso de la titulización, viene a reconocer la falta de justificación de su excesiva penalización en el actual marco regulatorio europeo y parece dirigirse a los legisladores para moderar la actual regulación.

⁶ Hay que tener en cuenta que además del *haircut* del tramo llevado a descuento, la entidad debe introducir mejoras de crédito en forma de tramos subordinados no descontables y fondos de reserva que suponen pérdida de liquidez. Esta situación se agrava en el caso de entidades que por su bajo nivel de calificación no pueden retener la tesorería de los fondos en que participan.



aunque política y mediáticamente ruidosa, no puede aspirar a ser sino marginal en el contexto de la financiación de ese segmento de empresas. La financiación de las pymes, incluidas las de tamaño medio, seguirá siendo fundamentalmente bancaria.

No obstante, estos mercados alternativos deben ser promovidos, pues además de que pueden dar acceso a empresas de la parte superior del segmento, también pueden servir para facilitar otras fórmulas intermedias entre la financiación bancaria y el acceso directo de las pymes. Abordaremos este punto concreto más adelante al referirnos a la cotización de determinados instrumentos respaldados por activos, en particular a la importancia de que puedan cotizar en el MARF fondos de titulización privados y otras operaciones de naturaleza similar.

3. LAS PYMES EN EL CONTEXTO DE LA FINANCIACIÓN RESPALDADA POR ACTIVOS

LAS ENTIDADES BANCARIAS Y LA TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS A PYMES

Un marco regulatorio que facilite la refinanciación de las carteras de préstamos es condición necesaria para el crecimiento sostenido del crédito bancario, aunque como apuntamos más adelante esté lejos de ser condición suficiente.

Al margen de los depósitos de clientes, las entidades utilizan sus propios activos como vía principal de obtención de liquidez, bien sea cediéndolos o afectándolos en garantía de emisiones.⁷ Las entidades acceden al mercado mediante emisiones respaldadas por activos, pero también construyen bonos a partir de sus activos para acceder a las facilidades de liquidez del Banco Central Europeo o para ser utilizados en operaciones de repo privadas.

La financiación respaldada por activos tiene dos grandes apartados. Por un lado la titulización y por otro los bonos protegidos o «*covered bonds*». Se titulan activos cediéndolos (vendiéndolos) a un vehículo separado creado al efecto (un fondo de titulización en nuestro caso) que emite bonos para financiar la compra de los activos. El servicio de los bonos se atiende exclusivamente con el flujo procedente de los activos, sin recurso a la entidad cedente.⁸ En definitiva, la entidad obtiene liquidez no como emisora de deuda sino por la venta de los activos, pudiendo reservar para sí derechos subordinados al pago de los bonos.⁹ Cuando se trata de *covered bonds* los activos permanecen en el balance y se constituyen en garantía de los bonos, que son deuda emitida por la propia entidad.¹⁰ En este caso, por tanto, no cabe la cesión de riesgo y sí se produce un incremento de endeuda-

⁷ Téngase en cuenta que en España habría que incluir titulización y cédulas.

⁸ Además de los activos cedidos suelen existir otras fuentes de recursos o garantías que constituyen mejoras de crédito, como fondos de reserva constituidos con financiación subordinada o *swaps* de diversa naturaleza.

⁹ No entramos en cuestiones relativas a la desconsolidación ni a la reducción de capital regulatorio como consecuencia de la posible cesión de riesgo.

¹⁰ En algunas jurisdicciones los activos que respaldan la emisión del *covered bond* se sitúan en un vehículo jurídicamente separado.



miento, siendo el propósito exclusivo de la garantía la mejora del riesgo de los bonos a cambio de condiciones de financiación más ventajosas. Los Fondos de Titulización de préstamos hipotecarios y las Cédulas Hipotecarias, respectivamente, son el mejor ejemplo en España de cada uno de estos dos tipos de instrumentos de financiación.¹¹

La titulización no es ajena al concepto PYME, pero no tanto porque las PYMES sean tituladoras de sus activos sino porque los préstamos a PYMES son un activo muy utilizado para constituir fondos de titulización. En España los préstamos a PYMES han sido titulizados de manera masiva, muy por delante de cualquier otro país de la UE.¹² En el origen de la popularidad de las operaciones de titulización de préstamos a PYMES en España está el programa de aval público, FTPYME, vigente con pequeñas modificaciones desde 1998. En este programa el Tesoro otorga su aval a una parte del tramo senior del fondo de titulización, bajo determinadas condiciones de elegibilidad de los préstamos, compromisos de reinversión en pymes y nivel previo de «rating» de los bonos avalados.¹³ En sus primeros años el éxito del programa radicó en que el aval del Tesoro permitía la consideración de los bonos avalados como riesgo público, con las consiguientes ventajas regulatorias de consumo de capital, además de que el rating obtenible exclusivamente mediante la estructura de titulización podía exceder al del propio avalista. El programa FTPYME ha tenido un efecto colateral muy positivo: puso la atención de las entidades de crédito y de los inversores en esa clase de activo, dando lugar a un importante crecimiento de las titulizaciones de pymes con y sin aval público. El resultado es que España, con mucha diferencia, es el país que ha realizado más operaciones de titulización de préstamos a PYMES, lo cual ha incidido en una mejora de la información de las entidades sobre este segmento de empresas. Esta experiencia sitúa a las entidades bancarias españolas en una inmejorable posición si finalmente el BCE llevara a cabo la anunciada compra de ABS respaldados por PYMES.

El efecto de la titulización sobre el crecimiento del crédito a las PYMES no es fácil de medir. Sin lugar a dudas, la desmesurada expansión sin precedentes del crédito en el mundo desarrollado cuyos efectos todavía padecemos, tuvo en la titulización no el único, pero sí su más firme aliado. En España y en particular en lo referente a las PYMES, tampoco cabe duda de que, al menos inicialmente, la existencia de avales públicos ayudó al desarrollo de la titulización de esa clase de activo y esta facilidad de refinanciación pudo incentivar la concesión de crédito. Por otra parte, no es de extrañar que la facilidad de refinanciación incentivara la concesión de nuevos préstamos, especialmente en un entorno como el que caracterizó el período 1999-2007, de fuerte expansión económica, con expectativas de crecimiento sostenido, baja percepción de riesgo y relajamiento de los estándares de concesión. Pero en la situación actual, como muestran los hechos, la

¹¹ Al tiempo que se escribe esta nota, están siendo revisadas las leyes españolas que regulan la titulización y las cédulas. Se espera que en 2015 entre en vigor un nuevo marco jurídico para ambos instrumentos.

¹² En España, desde el año 2000 se han titulizado más de 300.000 millones de euros de préstamos a pymes.

¹³ Este programa dio lugar a otros similares en determinadas Comunidades Autónomas, especialmente en Cataluña (programa FTGenCat). También Andalucía y la Comunidad Valenciana tuvieron programas similares, aunque de más reducida envergadura.



disponibilidad de liquidez no está siendo condición suficiente para el crecimiento del crédito. En general, las entidades tienen actualmente abundante liquidez y disponen de mecanismos para acceder a cuanta liquidez adicional pudieran requerir, tanto del mercado como del BCE, y a precios muy competitivos. Sin embargo, el crédito no crece. Por tanto, o bien no existe demanda de crédito o ésta no se ajusta a los estándares de concesión que ahora exigen las entidades o la percepción del riesgo ha aumentado, o la disponibilidad de capital de las entidades, no puede responder a las exigencias de capital que un activo de tal naturaleza podría llegar a consumir con los actuales niveles de morosidad observada, o se produce una combinación de todas estas causas. La realidad es que la abundancia de liquidez propiciada por los Bancos Centrales, acompañada de niveles de tipos históricamente bajos y de reiteradas promesas de su mantenimiento en los actuales niveles durante un horizonte amplio, no consigue la reanimación del crédito al sector privado en general ni a las pymes en particular. Deberíamos concluir por tanto que el problema de la restricción de la oferta de crédito no está en la liquidez sino en la solvencia de ambas partes: prestamistas y prestatarios.¹⁴ No obstante, habrá que esperar al resultado de la última y espectacular medida del BCE, que comenzará en septiembre de 2014, consistente en inyectar hasta un billón de euros a las entidades destinado a la concesión de crédito a las pymes, a un tipo de interés prácticamente nulo.¹⁵

LA TITULIZACIÓN COMO INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

La persistente caída del crédito al sector pymes en algunos países, a pesar de la abundancia de liquidez a disposición de las entidades financieras, pone de manifiesto la escasa incidencia que parecen tener las medidas de apoyo indirecto, por ejemplo facilitando la refinanciación de las carteras de préstamos a pymes vía titulización. La cuestión que abordamos a continuación es si las pymes pueden utilizar la titulización de manera directa para financiarse desintermediando a las entidades de crédito.

De entrada tengamos en cuenta que la titulización no es un instrumento de uso exclusivo de las entidades financieras, aun siendo cierto que éstas dominan de manera abrumadora el mercado. Por la naturaleza de su negocio, las entidades financieras tienen activos en su balance que son susceptibles de ser titulizados, por tratarse de derechos jurídicamente sólidos y generadores de flujos económicos predecibles: en definitiva, préstamos y créditos con o sin garantía real. Por el contrario, no es habitual que las empresas no financieras dispongan de activos titulizables. Pueden tener en balance algún tipo de derecho de cobro derivado de su actividad, como facturas, pagarés, certificaciones, etc. Estos derechos pueden ser cedidos, aunque en general su reducido importe unitario, su corto plazo y su fragilidad jurídica, dificultan y encarecen su titulización, lo cual no impide que esta clase de ABS¹⁶ sea habitual en el mercado interna-

¹⁴ Sobre este particular, Darvas (2013).

¹⁵ Nos referimos al TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations) anunciada por el Gobernador del BCE, en junio de 2014.

¹⁶ *Asset Backed Securities*.



cional. Adicionalmente a derechos de cobro ya anotados en balance, las empresas pueden disponer de otros derechos resultantes de contratos, pero que todavía no figuran en el balance. Por ejemplo, ingresos futuros procedentes de concesiones administrativas y contratos de explotación de bienes y servicios: piénsese en peajes, recibos de consumo de energía, agua, alquileres, etc. En definitiva, flujos futuros derivados de contratos jurídicamente robustos cuyo importe pueda ser razonablemente estimado para un determinado horizonte dentro de la vigencia de los contratos.

Pero de igual modo que el tamaño resulta ser un obstáculo insalvable para el acceso de las pymes a las plataformas públicas de captación de capital o de deuda, un problema que se trata de paliar mediante la habilitación de plataformas de cotización alternativas menos exigentes, también en la titulización ocurre algo parecido. La titulización más estándar, aquella que ha de cumplir con todas las exigencias formales y de mercado, no es utilizable por las empresas de tamaño reducido. Este es el caso de los fondos de titulización (FTA) estándar, que denominamos «públicos», que se definen por su capacidad de emitir bonos que pueden cotizar en mercados organizados y que pueden ir dirigidos a todo tipo de inversores. Estos FTA no son el instrumento adecuado para empresas y operaciones de tamaño reducido. Sin embargo, los FTA que denominamos «privados», cuyos bonos no están autorizados a cotizar en mercados organizados y que sólo pueden ser dirigidos a inversores cualificados, están sujetos a menores exigencias y pueden ser una alternativa viable para operaciones de pymes. Ambos tipos de fondos comparten idénticas ventajas y fortalezas otorgadas por la legislación de titulización (separación en caso de quiebra del cedente, neutralidad fiscal, supervisión por CNMV, representación por entidad gestora supervisada, etc.), pero los FTA privados están eximidos de algunos requisitos relacionados con la información disponible para los inversores (auditoría de los activos, rating de los bonos, folleto de emisión); de ahí la prohibición de que sus bonos coticen en mercado organizado y la limitación de su comercialización a inversores cualificados. En definitiva, estos fondos se entienden como acuerdos privados entre partes cualificadas. Típicamente, los FTA privados son promovidos por inversores que encuentran en el FTA el vehículo idóneo para albergar su inversión en determinados activos. Por el contrario, los FTA públicos, normalmente promovidos por la entidad titular de los activos, por estar autorizados a cotizar en mercados teóricamente abiertos a todos los inversores, están sujetos a requisitos más exigentes que dan lugar a procedimientos y costes, iniciales y durante la vida de la operación, que resultan insalvables para empresas y operaciones de reducido tamaño. Para la mayoría de dichas operaciones es especialmente crítico el requisito de dos «rating» que impone a la titulización la legislación Comunitaria, y no sólo por su coste, sino en muchos casos por la imposibilidad de obtenerlos.¹⁷

Los FTA privados regulados en España son el equivalente de la figura del «*special purpose vehicle*» (SPV) habitual en otras jurisdicciones. En definitiva, un ente sin personalidad jurídica, fiscalmente neutral y, al no estar sujeto a la legislación de las sociedades mercantiles, muy flexible para articular esquemas de coparticipación y reparto entre inver-

¹⁷ Si la empresa y/o la operación es de reducido tamaño o los activos poco habituales, es posible que no sea posible obtener un rating por parte de una agencia autorizada por ESMA.



sores. Como un «extra» importante, la legislación española otorga a los FTA, públicos y privados, separación en caso de quiebra (del cedente). Así, los FTA privados, por sus cualidades jurídicas y fiscales, facilidad de constitución y bajo coste, constituyen un vehículo idóneo para albergar una inversión o conjunto de inversiones de un inversor individual o de un conjunto reducido de inversores.

La utilización de FTA por inversores individuales para situar activos concretos es cada vez más habitual en España, en particular tras la irrupción de los denominados Fondos de Activos Bancarios (FAB).¹⁸ Estos, específicamente creados como una opción para la desinversión de los activos propiedad de la SAREB, son fondos de titulización con la particularidad de que sólo pueden ser constituidos con activos procedentes de SAREB, incluidos activos inmobiliarios, así como acciones y títulos de naturaleza similar que sin embargo están vetados para los FTA¹⁹. Aunque a priori los FAB también pueden adoptar las dos variantes, pública y privada, la realidad es que la naturaleza y complejidad de los activos de la SAREB, típicamente activos dañados con subyacente inmobiliario, hace poco menos que imposible la constitución de FAB públicos emisores de bonos cotizados dirigidos a inversores financieros. Hasta la fecha todos los FAB constituidos han sido de naturaleza privada para albergar los activos comprados por un inversor y articular la relación entre éste y la propia SAREB que se mantiene en posición financiadora y/o patrimonial subordinada (*equity*).

Pero adicionalmente a esta utilización promovida por los inversores (y la SAREB en el caso de los FAB), los FTA privados también pueden ser promovidos por empresas como instrumento de financiación, incluso para importes relativamente pequeños. En efecto, cabe la posibilidad de estructurar operaciones de titulización de importe reducido a coste competitivo que pueden cubrir las necesidades de empresas de tamaño medio;²⁰ ahora bien, como hemos mencionado, estarán limitadas a emitir bonos sin posibilidad de cotizar en un mercado organizado y dirigidos exclusivamente a inversores cualificados, aunque sí lo podrán hacer en plataformas alternativas tipo MARE.²¹ Estas emisiones, de reducido volumen, ilíquidas y generalmente sin rating, quedan al margen del interés o no son alternativa legal para la mayoría de los inversores institucionales, pero existe un nicho de inversores no regulados o sujetos a regulación menos exigente, como son los fondos y sociedades de inversión libre, dispuestos a aceptar menores «garantías» regulatorias y cualidades de mercado a cambio de una mayor rentabilidad. Bajo este esquema, utilizando vehículos

¹⁸ Regulados por la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

¹⁹ La adquisición de inmuebles o acciones no puede formar parte de la decisión de constitución de un FTA, sin embargo estos pueden ser propietarios de dicho tipo de activos como consecuencia sobrevenida de la evolución de sus activos, en la medida de que siendo garantía de los mismos se lleve a cabo su ejecución y apropiación.

²⁰ Para determinados activos se pueden llegar a constituir FTA de importe inferior a 20 millones de euros que compiten en coste con la financiación bancaria.

²¹ La disposición adicional cuarta del Real Decreto Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal, de manera indirecta habilita a los coloquialmente denominados «fondos privados» a que puedan utilizar los sistemas multilaterales de negociación en los que la suscripción y negociación de valores esté restringida a inversores cualificados, entre los que se encuentra MARE. La posibilidad de cotizar en una plataforma como MARE, aunque ello suponga que la colocación quede restringida a emisores cualificados, es un elemento positivo para la utilización de fondos privados y abre la puerta de la titulización a operaciones de tamaño relativamente reducido y a emisores que por su dimensión no tenían acceso a este instrumento de financiación.



de naturaleza privada, sea bajo legislación española o de otros países de la UE que faciliten su constitución, se pueden articular operaciones para financiar a empresas de tamaño medio con derechos cedibles derivados, por ejemplo, de concesiones de servicios públicos, inversiones en energías renovables, inmuebles en alquiler, centros comerciales, etc. Entiéndase que este tipo de operaciones son ya habituales en el mercado internacional, siendo sus bonos en muchos casos materia prima de otros escalones de financiación que agrupando activos similares diversifican riesgo, al tiempo que permiten diluir costes fijos. A veces, es en ese escalón superior donde será eficiente cumplir con los requisitos de la cotización en mercado organizado.

4. PYMES Y COVERED BONDS

La utilización de préstamos a pymes como respaldo de *covered bonds* (CB) lleva meses causando cierto revuelo en los mercados financieros. Unos dan la bienvenida a esta alternativa de inversión, en principio de alta calidad crediticia y que podría formar parte del mercado de CB por mérito propio, mientras otros consideran que dicho mercado sólo debería dar cabida a bonos con colateral de préstamos hipotecarios o préstamos al sector público. La base del revuelo es la consideración de que otro tipo de activo distinto de los hipotecarios y del riesgo público, podría contaminar el actual mercado de *covered bonds*, considerado por su seguridad inmediatamente detrás de la deuda pública y en algunos casos incluso por delante.²² Al tiempo que el *European Covered Bond Council (ECBC)* avanza en la estandarización y mejora de calidad de información para los CB que fortalezca su mercado, la aparición de estructuras que replican la figura del CB utilizando préstamos a pymes y que se autodenominan *covered bonds* ha causado rechazo en determinados círculos. El interés de los emisores potenciales en que los bonos sean considerados «oficialmente» *covered bond* y no caer en el saco de los instrumentos estructurados o de titulización no es precisamente pequeño, pues supone un tratamiento regulatorio privilegiado.

La primera emisión de un autodenominado CB de pymes la realizó en julio de 2012 el banco SEKERBANK de Turquía. Se trató de una emisión del equivalente a unos 300 millones de euros, que pasó un tanto desapercibida por tratarse de una colocación privada. Posteriormente, en febrero de 2013 COMMERZBANK realizó la primera emisión de 500 millones de euros dentro de un programa de hasta 5.000 que, de alguna manera, desencadenó la polémica, a pesar de que tomó el nombre de *covered bond* pero de manera matizada, al incluir el término estructurado (*Structured SME Covered Bond*). La existencia de CB estructurados no es algo nuevo en el mercado, pues operaciones similares aunque con préstamos hipotecarios ya existían al menos en UK y Francia. Quizás el revuelo fuera causado no tanto por el nombre sino por la sorpresiva y rápida aceptación del BCE de los bonos emitidos por COMMERZBANK dentro de la categoría de descuento de los CB, lo cual podría ser interpretado como un paso firme para su posterior inclusión en otras categorías de la regulación.

²² En algunos países hay emisores cuyos *covered bonds* tienen rating superior al riesgo soberano. A pesar de ello la regulación los penaliza relativamente frente a la correspondiente deuda pública.



En realidad este tipo de bono es un híbrido de *covered bond* y titulización, y su existencia es la respuesta lógica por un lado, a la escasez de colateral hipotecario para emitir los CB habituales y, por otro, a las ventajas regulatorias de estos frente a la titulización. Además, dadas las limitaciones a la posibilidad de ceder riesgo mediante la titulización, una vez más por causa de la regulación, por qué no utilizar mecanismos de emisión que al obviar la cesión de riesgo pueden ser financieramente mucho más sencillos (al no depender de las características de las carteras de activos de respaldo). Describimos a continuación como podría ser un bono de esta naturaleza utilizando la legislación española.

PROGRAMA DE COVERED BOND DE PYMES BAJO LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

Como hemos mencionado, el concepto de CB supone la existencia de doble recurso por parte de los bonistas; en primer lugar a la entidad emisora y, en caso de fallido de ésta, a la cartera que actúa como colateral o garantía de la emisión. En el caso de préstamos hipotecarios, riesgo con el sector público o préstamos a la exportación, la legislación española define respectivamente los instrumentos, Cédula Hipotecaria, Cédula Territorial y Cédula de Internacionalización. La ley otorga a los bonistas de cada uno de estos instrumentos el privilegio de la separación de los flujos procedentes de la correspondiente cartera de respaldo para, en caso de fallido de la entidad emisora, atender exclusivamente al pago de las obligaciones derivadas de los bonos hasta su total cumplimiento. Sólo tras ser atendidas dichas obligaciones quedaría liberada la cartera y volvería a integrarse en la masa patrimonial a disposición del resto de acreedores no privilegiados de la entidad.

En el caso de préstamos a pymes (sin garantía hipotecaria pues en caso contrario según la legislación española estarían integrados en el colateral de respaldo de las cédulas hipotecarias emitidas por la entidad), no existe legislación especial que permita «privilegiar» a unos bonistas afectando una cartera de préstamos a pymes. De hecho podría hacerse una pignoración directa, pero esta alternativa no se ajustaría a lo que el mercado entiende como *covered bond*. Por tanto, se requiere un mecanismo de afectación de la cartera a los bonos algo más elaborado. En adelante nos referiremos al emisor como el Banco Emisor y a los bonos de esta naturaleza emitidos por el Banco y garantizados por una cartera de pymes como Bonos Garantizados (BG).

En primer lugar, y en ausencia de un criterio legal o estándar de mercado para definir el tipo de préstamos a pymes utilizables como colateral, el Banco debe definir su propio criterio de elegibilidad. La entidad seleccionaría una subcartera de préstamos al corriente de pago, extraída del total de cartera elegible mediante un procedimiento aleatorio (*no cherry picking*). El tamaño de la cartera seleccionada dependerá del objetivo de emisión de BG, teniendo en cuenta que el colateral deberá incrementarse a medida que aumenta el volumen emitido.²³

²³ La razón de no seleccionar discrecionalmente los préstamos de la cartera de respaldo es garantizar que esta cartera, que irá cambiando a medida que amortiza y creciendo a medida que se emiten más BG, siempre es representativa de la cartera de pymes de la entidad.



Para la estructuración de la garantía, el Banco cede la cartera seleccionada a un FTA privado que el propio Banco financia. Esta financiación, independientemente de su forma jurídica como bono o préstamo, será un estricto *pass-through*²⁴ de la cartera de préstamos, menos los gastos del FTA. Éste deberá tener naturaleza «abierta» por el activo y por el pasivo, pues deberá ser alimentado con nuevos préstamos para mantener el nivel de sobrecolateralización (respecto del total de BG emitidos el Banco) y características de la cartera (por ejemplo, grado de concentración, duración y vida media relativa a la de los BG) contractualmente establecidas en el programa. La sobrecolateralización y las otras medidas se pueden ir deteriorando a medida que los préstamos se amortizan o entran en morosidad.²⁵ Por su parte, la financiación deberá ir aumentando a medida en que lo haga la cartera.

Una vez constituido el FTA privado con la cartera elegida de préstamos a pymes, el Banco establece un programa de emisiones garantizado por el propio FTA. De acuerdo con las condiciones establecidas para el FTA y en el programa de BG, si el Banco no hace frente a sus obligaciones con los BG, se interrumpirán los pagos del FTA al Banco financiador y todos los recursos procedentes de la cartera se asignarán al pago de los BG.²⁶

En resumen, el Banco separa en un ente sin personalidad jurídica, representado por un tercero (la sociedad gestora), una cartera (dinámica) de préstamos que actúa como garante de un programa de emisiones del propio Banco. Por tanto, tenemos el elemento fundamental de un *covered bond*: el doble recurso, al emisor y a una cartera jurídicamente separada, pues téngase en cuenta, como hemos mencionado anteriormente, que la legislación española de titulización otorga a los FTA separación en caso de quiebra del cedente. La ubicación de la garantía (la cartera) en un vehículo jurídicamente separado en caso de quiebra, es un elemento que otorga un nivel de seguridad jurídica a estos BG incluso superior al de las cédulas, pues éstas, aunque la legislación otorga la separación de los flujos de la cartera en beneficio exclusivo de los cedulistas, no dejan de estar sujetas a la actuación del administrador del concurso en el marco de una regulación poco precisa respecto a sus potestades y obligaciones.

Como hemos mencionado, mientras el Banco cumple con sus obligaciones respecto de las emisiones de los BG, el FTA retorna los flujos de la cartera al propio Banco. Ahora bien, cuando el Banco incumple, la cartera ya no podrá ser incrementada y sus flujos se destinarán íntegramente a los BG que de esta forma se transforman de facto en una titulización. Cuestión aparte es cómo se aplicarán los flujos si existen varias series de BG, pues aunque todas han de tener el mismo nivel de «preferencia» teóricamente cabe la

²⁴ El término *pass-through* se utiliza para indicar que el FT es un mero trasmisor de los flujos que proceden de los préstamos. Nunca se produce una transmisión estricta, pues se pueden producir desfases entre fechas de cobro y pago y, además, el FT debe hacer frente a gastos.

²⁵ Con la actual legislación española de titulización, se puede poner en cuestión la legalidad de las nuevas aportaciones de préstamos si su motivación es la existencia de fallidos, pues el banco cedente de los activos no está autorizado a «garantizar el buen fin de la operación». Cabe sortear esta cuestión pero, en cualquier caso, dicha limitación está previsto que quede excluida en la nueva ley de titulización actualmente en fase de preparación.

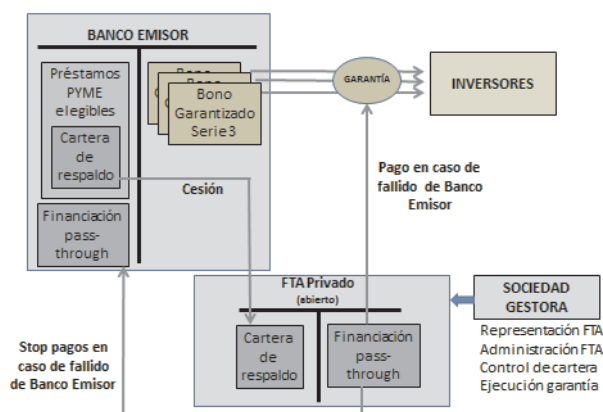
²⁶ También podría ponerse en duda el encaje legal de esta vinculación entre el FTA y la emisión de un tercero, sin embargo el citado Proyecto de Ley de titulización en curso, explícitamente hace referencia a la autorización a los FTA para que puedan ser garantes de obligaciones de terceros.



opción de respetar el calendario de amortización que tuvieran establecido las distintas series (criterio de no aceleración). Pero también cabe la posibilidad alternativa de acelerar el pago de los BG utilizando la totalidad del flujo de recursos procedentes de la cartera. Y ésta con dos opciones: simple *pass-through* de la cartera de préstamos, repartiéndolo los flujos pari-passu entre todas las series de BG o, la más radical, liquidación de la cartera y pago a los BG. En cualquier caso, una vez completamente amortizados los BG, el FTA se liquidaría integrándose sus activos en la masa a disposición de los acreedores del Banco.

En el gráfico se muestra el esquema de funcionamiento y sus participantes. Esta fórmula de emisión, que utiliza un instrumento de titulización para construir un *covered bond* que denominamos estructurado, tiene ventajas e inconvenientes para el Banco emisor frente a la titulización. Como ventajas, en primer lugar, que el bono no es tratado por la regulación como titulización, por tanto no está penalizado. Además, al no recibir los flujos de la cartera sino en caso de fallido del emisor, puede tener características financieras más sencillas (*bullet*, plazo más corto). Por último, puede tener una mejor consideración desde el punto de vista del rating. Por todo ello, en principio debería cotizar mejor que un ABS de préstamos a pymes. Como inconveniente, la imposibilidad de ceder riesgo y por tanto de reducir capital regulatorio por esta vía, lo cual aunque difícil es teóricamente posible mediante la titulización de la cartera. Respecto a qué instrumento utiliza más eficientemente el colateral, la respuesta no es obvia, pero si ésta se mide exclusivamente como la relación entre el volumen de colateral utilizado y el importe del tramo senior de la titulización en un caso y del bono garantizado en el otro, también ganaría esta última opción.

ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE UN PROGRAMA DE COVERED BOND ESTRUCTURADO





BONOS GARANTIZADOS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS

El esquema descrito en el apartado anterior también puede ser utilizado por una empresa que, carente de suficiente solvencia para emitir deuda *unsecured* a precios competitivos, podría afectar a la misma una cartera de activos. De esta manera, si la empresa tiene algún tipo de activos titulizables, puede constituir estos en garantía a través de un FT privado. Esta opción puede ser especialmente atractiva para empresas de tamaño medio, pues se trata de una fórmula para emitir en formato *secured* jurídicamente muy sólida y eficiente en términos de coste. El inversor por su parte se beneficia de una garantía, separada de la quiebra del emisor, «vigilada» y administrada por un tercero independiente (la sociedad gestora del FT) cuya única función en caso de fallido del emisor es ejecutarla en favor del bonista.

5. CONCLUSIONES

La titulización de préstamos a pymes ha sido una alternativa recurrentemente utilizada por las entidades bancarias españolas para obtener liquidez. En el futuro inmediato esta vía quizás no sea muy utilizada en la medida en que presumiblemente el programa TLTRO del BCE, de gran volumen y a tipo muy competitivo, satisfará las necesidades de liquidez de las entidades. Por la misma razón, la emisión de bonos garantizados mediante carteras de préstamos a pymes, aunque factible con nuestra legislación y eficiente en términos de uso del colateral, tampoco será utilizada a corto plazo por las entidades.

No obstante, es posible que alguna entidad bancaria utilice la titulización, quizás en formato privado, para ceder riesgo de cartera de pymes, en particular, operaciones en mora (*Non Performing Loans*). Asimismo, sólo si finalmente el BCE estableciera un programa de compra de ABS respaldados por préstamos a pymes, lo cual consideramos improbable, algunas entidades podrían decidir titular dicho tipo de préstamos.

Por el contrario, consideramos que la titulización en formato privado puede ser un instrumento útil para empresas de tamaño medio. Si disponen de derechos de cobro titulizables podrán constituir FT privados para colocar sus bonos a emisores cualificados que no exijan cotización en mercado organizado. También podrán utilizar técnicas de titulización para emitir bonos garantizados por carteras de derechos de cobro. La posibilidad de que este tipo de bonos cotice en la plataforma de negociación MARF abre una vía importante para un gran número de empresas de tamaño medio.

REFERENCIAS

Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra (2014): *The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A Discussion Paper*. Mayo de 2014. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.pdf



Darvas, Zsolt (2013): *Banking System Soundness is the Key to More SME Financing. Briefing paper prepared for the European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs ahead of the European Parliament's Monetary Dialogue with ECB President Mario Draghi on 8 July 2013*. Bruegel, Bruselas, julio 2013. www.bruegel.org.

Martínez Carrascal, C. y Mulino Ríosen, M. (2014): *La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño*. Banco de España, Boletín Económica nº 118, enero 2014.

Varios autores (2013): *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación nº 45.



NOVEDADES EN LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA: LOS FONDOS DE CRÉDITO CORPORATIVO

IGNACIO MUÑOZ-ALONSO

Presidente de Aria Capital, profesor de finanzas del IE Business School

JESÚS SÁNCHEZ-QUIÑONES

Consejero Director General de Renta 4 Banco

1. LA «NUEVA NORMALIDAD»: LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO

Quizá poca gente confunda ya a estas alturas los brotes verdes de la recuperación con el retorno de las vacas gordas. No es lo mismo sacar la cabeza, por fin, fuera del agua que estar ya en la playa tumbados bajo el sol. De la misma manera que cuando se habla de la normalización del crédito a las empresas, no estamos hablando ni mucho menos de los volúmenes, ni de las condiciones prevalentes en los momentos previos a la crisis. La «nueva normalidad» es el término que describe ese comportamiento lánguido que caracterizará, quizá durante muchos años, el devenir de muchas de las variables económicas y financieras en el mundo de la post-crisis. Fue popularizado por William Gross, fundador de PIMCO, ya en 2009¹ anticipando acertadamente lo que nos esperaba una vez pasado lo peor. Esa nueva normalidad que describe la evolución casi plana de muchas economías y que aplicada al crédito describiría un entorno en el que el racionamiento de la oferta y la ausencia de crecimiento se convertirían en la norma durante años, una vez superada la fase de contracción aguda.

Si bien esa fase parece ya superada, es bien cierto que en nuestro país la oferta de crédito a empresas ha continuado todavía disminuyendo a lo largo de todo 2014, aunque a tasas menores, a pesar de todo lo que se ha venido diciendo en los últimos meses. Sí, se atisba un horizonte de estabilización, pero, desde luego, nunca una recuperación de los saldos de crédito vivo en el medio plazo, quizá faltan muchos años, hasta niveles anteriores a la crisis como se ve en las tablas 1 y 3.

¹ Gross, William. «On the Course to a New Normal». Investment Outlook. PIMCO, Septiembre 2009.

**TABLA 1. EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO (2013 –2015E)
(ESTIMACIÓN SOBRE DATOS A JUNIO 2014)**

	Saldo inicial			Nuevas operaciones			Amortización			Saldo final			Variación anual (%)		
	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)	2013	2014 (P)	2015 (P)			
<i>millones de millones €</i>															
Vivienda	621	592	564	21	23	33	50	51	45	592	564	552	-4,6	-4,7	-2,2
Consumo	109	98	105	8	14	15	19	8	8	98	105	112	-10,1	6,3	7,2
Empresas no inmobiliarias *	495	456	461	283	321	345	322	316	326	456	461	479	-7,9	1,0	3,9
Construcción y promoción	294	232	204	85	65	67	147	93	82	232	204	189	-21,0	-12,0	-7,2
Total crédito	1.518	1.378	1.333	397	423	460	537	468	461	1.378	1.333	1.332	-9,2	-3,3	-0,1

*Las nuevas operaciones de 2014 incluyen 26.000 millones por la reclasificación de crédito a EFC de interbancario a crédito al sector privado

Fuente: Afi.



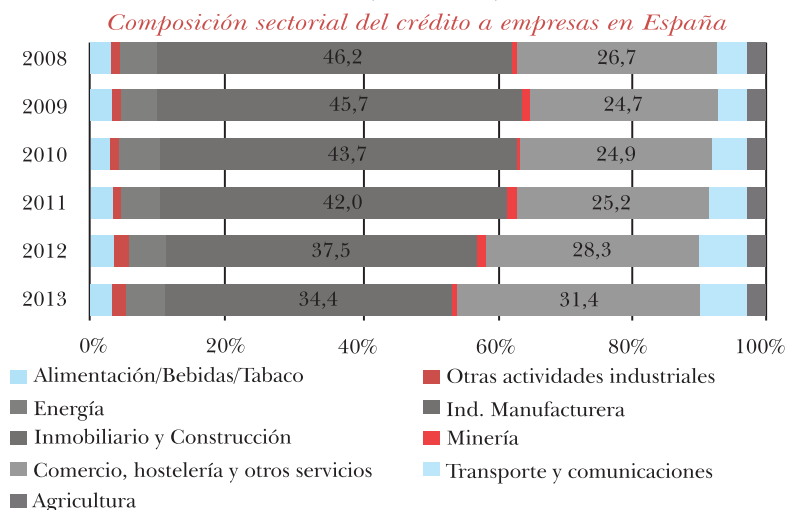
La previsión de amortizaciones sobre el total del crédito vivo para fines de 2014 vuelve a superar al de las nuevas operaciones, esta vez en 45.000 millones, representando una contracción del 3,3 % del total del crédito vivo sobre el cierre de 2013. La estimación continúa siendo todavía negativa para 2015, sumando otra disminución que se acumula sobre bases ya muy rebajadas después de varios años de contracción ininterrumpida.

Entrando en el detalle de la financiación empresarial, será interesante analizar la aparición de nuevos patrones cualitativos que condicionarán el modo de financiarse, y por extensión la estructura de capital, de muchas de nuestras empresas.

Podemos resumir estas tendencias:

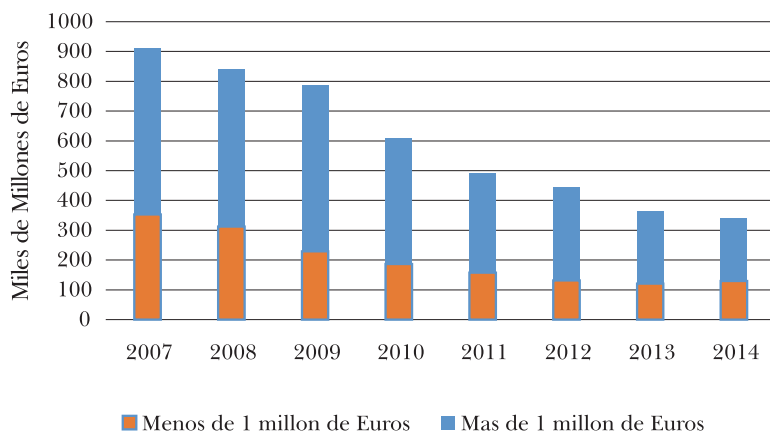
1. **Recomposición sectorial.** Bien es verdad que la reducción agregada del crédito corporativo presenta asimetrías y es en gran medida atribuible a la disminución que se ha operado en los sectores de vivienda y promoción y construcción, con caídas respectivas del 4.7% y del 12% en 2014 (Tabla 3). Pero aun así, vemos que a lo largo de este año el crédito corporativo a empresas no relacionadas con estos sectores ha aumentado en apenas cinco mil millones, un mero punto porcentual sobre el saldo del año anterior y aparece en positivo sobre una base ya muy reducida tras años de contracciones continuadas. No obstante, sí se pone de manifiesto como desde el comienzo de la crisis se enfatiza la diversificación de carteras fuera de los sectores que más han dañado a los balances durante la crisis, reorientándose el esfuerzo financiador hacia el sector servicios, como la hostelería y el comercio, la energía o el transporte y las comunicaciones, que aumentan su participación en las carteras, manteniéndose el crédito vivo prácticamente constante en el sector de manufacturas, la agricultura y la alimentación.

TABLA 2. VARIACIÓN DE LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL CRÉDITO VIVO (2008-2014)



2. **Recomposición temporal:** La reducción del volumen de nuevas operaciones desde los más de 900 mil millones concedidos en 2007 hasta los 340 mil estimados para 2014, se concreta en cifras de amortización por encima de las renovaciones y de renovaciones parciales de crédito existente a plazos más cortos. Se impone a las empresas una presión amortizadora, que en algunos casos manifiestan encontrarse en proceso de refinanciación permanente (Tabla 3). Esta reducción de duraciones señala dos tendencias: la sustitución del largo plazo por crédito circulante, a 1 año o menos, con las consecuencias que ello puede tener sobre las decisiones de inversión de las empresas; y el sesgo hacia los demandantes naturales de plazos cortos en sus balances, las pymes², frente a la demanda de empresas de mayor tamaño con ciclos de inversión más largos.

TABLA 3. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO CONCEDIDO A EMPRESAS: VOLUMEN Y PLAZO (2007 –2014E)



Fuente: Banco de España, Afi.

3. **Polarización de la oferta.** Es cierto que entre algunos segmentos empresariales se señala una mejora de las condiciones de acceso al crédito. Esto se observa entre aquellas que cuentan con referencias en los mercados de deuda, que además de una oferta más abierta constatan además una reducción muy significativa de costes a lo largo de los últimos meses medida por los diferenciales sobre el Euribor o el bono soberano a los plazos correspondientes. Se trata de grandes corporaciones, con emisiones públicas de gran volumen y por tanto relativamente liquidadas, con una o varias calificaciones crediticias públicas y unos hábitos de comunicación corporativa propios de las compañías cotizadas y que incluyen la publica-

² La definición de pyme a efectos regulatorios engloba a aquellas empresas con una facturación anual inferior a €50 millones, un balance inferior a €43 millones y menos de 250 empleados contratados.



ción periódica de resultados, la presencia de departamentos de relación con inversores y la realización de *road shows* periódicos entre inversores.

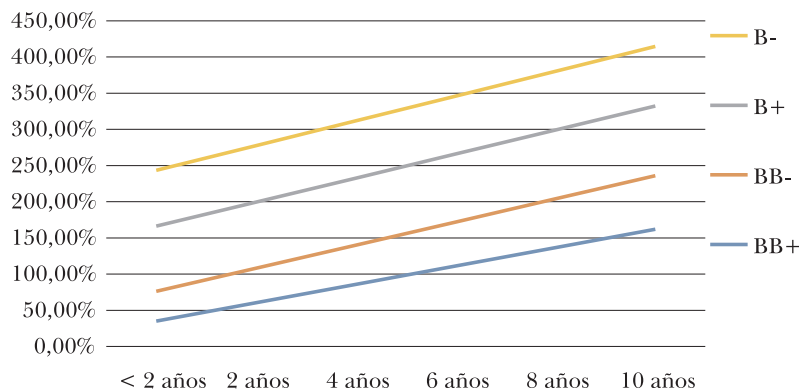
Un fenómeno similar se da en el otro lado del espectro. El peso que adquieren en las nuevas operaciones aquellas con duraciones próximas a un año y por importes reducidos señala el sesgo que han adoptado los prestamistas hacia las compañías de menor tamaño, típicamente pymes, que al igual que las grandes corporaciones están viendo también una mejora en las condiciones de acceso al crédito. Detrás de este tratamiento favorable a las pymes se encuentran consideraciones de diversificación de cartera y regulatorias, por cuanto que como veremos más adelante, salen favorecidas por el tratamiento regulatorio del riesgo de crédito, que presenta ventajas que favorecen su concesión.

Nos encontramos por tanto ante una polarización de la oferta, en el que la estabilización del volumen desagregado de crédito concedido a empresas se acompañará de una concentración en los extremos del espectro de tamaño empresarial, fluyendo con mayor facilidad a las pymes y a las grandes corporaciones, situadas en el otro extremo.

Estos cambios registrados en la estructura de la oferta de crédito corporativo son el resultado de la aparición de factores genéricos que afectan al conjunto de la banca europea, como la introducción de la nueva regulación impuesta por Basilea II y en menor medida Basilea III, y específicos de la banca española, como lo son el proceso de concentración vivido por nuestro sector bancario y la situación de las carteras de la banca española. Veamos cada uno de ellos en detalle.

1. La nueva regulación. La introducción de nuevas metodologías para el cálculo de la ponderación de riesgo de los activos introducida por Basilea II, sitúa en el centro de la decisión de crédito la calificación crediticia de las empresas, el *rating*, que establece el capital regulatorio requerido para cada préstamo³. El rating asignado a cada prestatario le asigna una probabilidad de impago que servirá para el cálculo de la pérdida esperada de cada operación de crédito. Los demás argumentos de la función de pérdida, que son la exposición en el momento del impago y la severidad de los préstamos, son específicos de cada operación y dependientes de su estructura –subordinación, calendario de amortizaciones, etc.– pero independientes del rating del prestatario. Las diferencias de ponderación de riesgo en función de la calificación pueden llegar a ser muy marcadas y se ven acentuadas por las consideraciones de plazo. Como ejemplo, el espectro de consumos de capital para operaciones de similar importe puede llegar a variar entre el 35 y el 300 por ciento para préstamos entre 1 y 5 años concedidos a compañías dentro del rango de ratings BB+ y B–, dependiendo de la combinación específica de rating y plazo, (Gráfico 1).

³ Basilea II impone para el cálculo de la probabilidad de impago el modelo basado en los ratings, que podrán ser internos, elaborados por las propias entidades; o públicos en los casos en los que exista una calificación otorgada por una entidad cualificada.

GRAFICO 1. RATING, PLAZO Y PONDERACIÓN DE RIESGO DE ACTIVO

Fuente: Aria Capital, Afi.

En las actuales circunstancias de escasez de capital, las entidades expresan una preferencia fuerte el riesgo de compañías con calificaciones relativamente elevadas y a plazos cortos, estableciéndose *tradeoffs* entre plazos y *ratings* que aquilaten los consumos de capital. De esta manera los plazos más largos serán concedidos a las compañías con calificaciones superiores, quedando circunscritas las operaciones con *ratings* inferiores a los plazos más cortos.

Por otra parte se da la circunstancia de que con independencia de sus *ratings*, las pymes soportan una ponderación genérica de riesgo de activos del 76%, que ha sido recientemente reducida al 56% con el propósito de incentivar la expansión del crédito a las empresas de menor tamaño. Con ellos se imponen menores exigencias de consumo de capital a las entidades acreditantes, lo que explica la expansión relativa que se observa durante 2014 de los préstamos a este sector.

Son por tanto estos *trade off* entre plazo y *rating* y su relación con la ponderación del riesgo de activo, lo que explicaría el fenómeno antes aludido de la polarización de la oferta en ambos extremos del espectro de tamaño empresarial, tal y como se viene observando desde el fin del ciclo contractivo agudo del crédito.

2. La concentración del sector bancario. Se pretende rentabilizar el esfuerzo ingente de consolidación que ha hecho el sector bancario en España, que ha pasado de los casi cincuenta grupos bancarios a diecinueve en un plazo corto de tiempo. Para ello habrá que sacar partido de las ventajas que una menor competencia pueda reportar en calidad, precio y volumen del crédito. La evidencia empírica indica que una menor competencia podría conducir a menores crecimientos del volumen de crédito aunque de mayor calidad^{4,5}. El aumento de la capacidad

⁴ Carbó Valverde, S.; Rodríguez Fernández, F. (2014) «Reestructuración bancaria, concentración y calidad de los préstamos en España». «Las Claves del crédito bancario tras la crisis». Estudio de la Fundación FUNCAS.

⁵ Allen, F; D. Gale (2004), «Competition and Financial Stability», Journal of Money, Credit and Banking 363.



negociadora de las entidades les permitirá ser mucho más selectivos en la asignación de plazos y ratings de sus carteras al tiempo que se trasladarán mayores costes financieros a las empresas. Al efecto que una disminución de la competencia tendrá sobre los volúmenes de oferta, se suma además el factor de límites de concentración singular, geográfica o sectorial. Ya estamos viendo como la fusión de distintas entidades ha otorgado a alguna de ellas cotas de penetración excesivas entre algunos clientes o en algunos sectores o regiones. El esfuerzo de absorción del exceso de cuotas heredadas como consecuencia de la consolidación del sector refuerza la tendencia a la reducción de volúmenes de oferta de crédito durante los próximos años. Menos crédito, más caro y de mayor calidad parecen ser los rasgos que caracterizarán a la oferta de crédito en el futuro.

3. El legado patrimonial de la crisis. Se estima para fines de 2014 una tasa de morosidad del 12,9%⁶ para el conjunto del sistema bancario. Si bien una proporción próxima al 60% de esta cifra está ya provisionada, sobre todo desde 2012, la previsión de fallidos y de la nueva mora que vaya entrando en balance durante los próximos años impondrá presión sobre el balance de las entidades, que habrán de responder con el 10,5% de su base de capital sustantivo y con la generación de beneficios futuros. El perfil plano de los márgenes de explotación en los próximos años dará poco margen de actuación frente a desviaciones en la morosidad, de manera que los problemas de balance del pasado parecerían haberse trasladado a la cuenta de resultados de las entidades. Mientras no se alcancen índices de morosidad significativamente inferiores y no exista mayor visibilidad sobre la capacidad de generación de beneficios futuros, el capital continuará siendo un bien escaso que habrá de ser gestionado cuidadosamente, empezando por una administración muy selectiva del crédito.

Habría que hacer también una mención a la relativa ineficacia que han mostrado los sucesivos programas de inyección de liquidez promovidos por el BCE, que no están obteniendo resultados en términos de expansión del crédito privado parejos al esfuerzo realizado. Si bien tuvieron un impacto decisivo en las fases tempranas de la crisis, no se trata de medidas que palien las incertidumbres sobre el capital en la medida en la que no van acompañadas de diseños que permitan transformar esa liquidez en recursos propios de las entidades. Mientras tanto continuarán mostrando su preferencia por invertirla en activos con ponderaciones bajas de riesgo, tales como la deuda soberana cuya ponderación es del cero por ciento, alejándose con ello de los fines para las que, al menos oficialmente, tales facilidades están concebidas.

2. LA OPORTUNIDAD PARA LOS NUEVOS AGENTES FINANCIEROS

Es en ese contexto de «nueva normalidad» en el que se redefine la estructura de la oferta de crédito y de donde surge la oportunidad para nuevos agentes financieros. Su

⁶ Previsiones Afi.



intervención no aspira a reemplazar el papel de la banca como financiadores principales de las empresas sino a complementarla, participando en aquellos formatos más exigentes para la banca en cuanto a la intensidad en la utilización de sus recursos de capital. Es posible que la banca gire hacia modelos de crédito más rígidos, despliegue una cartera de productos más reducida y adopte, en definitiva, lo que se ha venido en llamar el modelo de la triple B, «*Back to Boring Banking*»⁷, un paso más allá de la doble B «*Back to Basics*» reclamado por el regulador.

Quizá nos encontremos en la senda de convergencia del modelo de financiación empresarial español hacia el que hace algunos años se impone en otros países con mercados más heterogéneos. Frente al casi 90% de penetración de la banca en el balance de las empresas en España, en los países financieramente más maduros del resto de Europa esta representa el 75 - 85% y en Estados Unidos el 25%. Las razones de la elevada penetración de la banca en España se explican por el exceso de capacidad del sistema y por la elevada competencia, que estimularon durante décadas la sobreoferta y los bajos costes del crédito, que como veíamos antes tenderán a corregirse con la concentración y la nueva regulación.

La estructura operativa de estos nuevos agentes replica en un primer momento la de los fondos de inversión, normalmente en su modalidad de fondos cerrados, con una vida preestablecida y gestionada por un equipo independiente que capta los fondos entre inversores especializados y los invierte en préstamos corporativos de distinto tipo. Las modalidades de inversión pueden ser variadas pero en la medida en la que se denominen fondos de deuda o crédito, habrán de alejarse en subordinación y contingencia de los reembolsos de aquellas modalidades de financiación más próximas a los recursos propios y por tanto a los fondos de capital privado, el *private equity*. Existen formatos híbridos entre la deuda y el capital propio, como los fondos de mezzanine, de manera que la delimitación de categorías de actividad no es estricta. En general, un fondo que se denominase de deuda podría invertir en una variedad amplia de instrumentos de deuda siempre que se preservase el principio de no implicación en la gestión de la compañía, es decir, que la negociación de los términos de financiación no incorporase elementos de control corporativo tales como la presencia en órganos de administración o derechos de veto sobre determinadas decisiones. Esto por sí mismo ya delimitaría la cantidad de riesgo que el fondo puede llegar a aceptar en cartera y fija los límites de prelación y contingencia de los flujos de la inversión.

Se trata por tanto de una actividad enmarcada en un ámbito similar a la que realiza la banca, si bien ha de contar necesariamente con elementos de diferenciación que eviten la redundancia y complementen la oferta bancaria. Si hubiese que establecer un catálogo no exhaustivo de coincidencias y diferencias, podríamos hablar de sectores, perfiles de riesgo y exclusiones estructurales como parte de lo que es común a ambos. En cuanto a sectores, es improbable que un fondo de deuda invierta en algunos de los que la banca está abandonando, tales como la promoción inmobiliaria, la vivienda o determi-

⁷ García Montalvo, José. «Banca aburrída: el negocio financiero tras la crisis financiera». «Las Claves del crédito bancario tras la crisis». Estudio de la Fundación FUNCAS, 2014.



nados sectores tecnológicos, no porque se trate de malas propuestas de inversión en sí mismas, sino porque la metodología de análisis de riesgo y la operativa de los negocios requiere de una especialización que puede ser provista por otro tipo de fondos. De igual manera hay exclusiones estructurales, tales como las reestructuraciones, las *start-ups* o los *turn-around* empresariales, magníficos negocios también para inversores especializados pero no para la banca o los fondos de crédito.

Y en cuanto a las diferencias con la banca, razón de ser de la oportunidad, destacarían los plazos de concesión, la mayor diversidad de prelación distintas, la flexibilidad financiera en los términos de amortización y la tolerancia en cuanto a la finalidad de los préstamos. En general, las surgidas de los arbitrajes regulatorios a que dan lugar las combinaciones de plazos, ratings y concentración de riesgos, que como decimos polariza la inversión hacia las pymes en los plazos cortos y las grandes corporaciones en financiaciones con una tipología de formatos delimitados. Estas diferencias se hacen patentes precisamente en todo un universo de compañías de tamaño medio, con necesidades de financiación a plazos medios – largos y con unos ratings que convierten sus financiaciones en relativamente onerosas para la banca en términos de consumos de capital. Frente al 56 por ciento de ponderación del riesgo pyme y los elevados ratings de las grandes empresas, la empresa intermedia se encontrará siempre en desventaja y enfrentada a unos costes y unos términos con frecuencia insumibles.

Si circunscribimos este universo a las aproximadamente 400 compañías solventes con una facturación entre los cincuenta y los mil millones de Euros anuales que existen en España, podemos estimar un tamaño para ese mercado potencial que rondaría los 5.000 - 8.000 millones de Euros anuales a partir de una cifra de endeudamiento estimada en tres veces su Ebitda y unas amortizaciones anuales próximas a un tercio de su deuda bruta. Se trata por tanto de un mercado relativamente pequeño en comparación con el volumen agregado de crédito para el conjunto del sistema, pero que representa una magnífica oportunidad para las empresas y para los operadores alternativos que gestionan fondos de un tamaño entre 100 y 200 millones de Euros. La clave para el éxito de estos operadores radicará en su capacidad para acceder y negociar con estas 400 empresas, frecuentemente dispersas por todo el territorio nacional y operando a veces con muy escasa visibilidad. La calidad de la plataforma de origenación de cada operador será por tanto un factor esencial que determine su capacidad competitiva.

También surgen en algunos casos diferencias frente a la banca en cuanto a la finalidad de las financiaciones que puede asumir un fondo. Un fondo podrá prestar fondos para determinadas finalidades no integradas en la cultura bancaria tradicional, tales como las recapitalizaciones accionariales, determinados tramos de financiación de adquisiciones corporativas, o facilidades *secondlien* cuando exista algún tipo de garantía.

En definitiva, un fondo de crédito puede aceptar perfiles de crédito más heterogéneos o con un coste inferior al de la banca. Y no tanto porque sus criterios de riesgo sean distintos sino por la regulación específica que le exime de exigencias de provisiones genéricas y de los consumos de capital que el regulador impone.



3. LA GESTIÓN DEL RIESGO EN LOS FONDOS DE CRÉDITO

Llegado este punto será muy importante señalar que para llevar a cabo su función el fondo no necesita operar con unos criterios de riesgo más laxos, deteriorando con ello la calidad del riesgo de su cartera. Simplemente está sujeto a una regulación distinta, la que le impone el regulador de mercado de la plazas en las que opere y la que le imponen estatutariamente los acuerdos a los que llegue con sus inversores profesionales, que en muchos casos puede ser más estricta que la impuesta por el regulador bancario, pero no necesariamente onerosa en términos de provisiones y de consumo de capital. Hay varias razones que explican ese distinto tratamiento regulatorio y, en definitiva, del surgimiento de este arbitraje que da lugar a la oportunidad.

La primera es que el fondo no es generador de riesgo sistémico, por razón de su tamaño, por no operar en mercados interbancarios y por encontrarse en definitiva mucho menos imbricado en el conjunto del sistema financiero que una entidad. Esto le exime de la necesidad de ir reservando costosas porciones de su capital como protección para el resto del sistema en condiciones adversas. Igualmente importante es el hecho de que no se trata de una entidad tomadora de depósitos, no exponiendo por tanto el patrimonio de terceros ajenos a su estrategia de inversión, como lo son los depositantes de las entidades. Y por último, el endeudamiento del fondo, que puede representar, cuando existe una fracción del que de forma ordinaria aceptan las entidades de crédito. El apalancamiento de los fondos de crédito no suele superar el 30 por ciento de sus activos totales frente al 90 de los bancos. Aun si el fondo operase con las mismos criterios de provisiones que la banca, sus depositantes se encontrarían mucho más alejados del impago por razón de su menor apalancamiento, resultarían en unas menores provisiones y costes.

Con respecto a las metodologías de análisis, calificación crediticia y criterios de concesión del fondo, en poco han de diferir con las que emplea la banca. Un fondo tendrá su comité de riesgos, debería de contar con un sistema probado de ratings internos y con una analítica de estimación de márgenes financieros y flujos de caja de las compañías robusta, que normalmente provendrá de la experiencia de sus gestores en banca o en comités de inversión de otros fondos similares. Así mismo, deberá de contar con modelos cuantitativos sólidos de capital económico y de estimación de la pérdida esperada, modificada por los parámetros específicos del fondo y de acuerdo con los criterios aceptados por el regulador bancario, que le servirán además para establecer un *benchmark* con el que determinará el retorno exigido que cubra la cantidad de riesgo introducido en su cartera.

Y tendrá que paliar, eso sí, las carencias de relación e historial con el prestatario que surgen en comparación con la banca. El fondo no está implicado en el manejo de las nóminas, el descuento comercial, las cartas de crédito, la gestión del circulante o cualquier otra de las muchas partidas que, más allá de los análisis financieros y cuantitativos, ofrecen indicios continuados de la salud financiera de la empresa. Ha de buscar por tanto estrategias que le permitan homologar su conocimiento con el de la banca y para ello será necesario en primer lugar ponerse en un plano similar de conocimiento y prolongarlo hasta el fin de la vida de los préstamos. Hay varias estrategias que, adecuadamente gestionadas pueden producir buenos resultados.



Una de ellas es la coconversión en tramos diferenciados de deuda junto con las entidades de relación de los prestatarios, en las que esencialmente se reparte el riesgo y contrapartidas de relación a cambio de una situación *pari-passu* en información y en caso de reestructuración que permita al fondo una protección similar a la de las entidades. El equilibrio en la cartera del fondo entre operaciones bilaterales, sindicadas y en *club deal*, deberá por tanto ofrecer el soporte para una distribución sólida de riesgos y rentabilidades.

La *due diligence* previa a la formalización de los préstamos es otro de los requisitos que, sabiendo lo que se busca, pueden también paliar la ausencia de historial con la compañía, en la medida en la que el gestor del fondo sea capaz de determinar con claridad qué preguntas necesitan una respuesta para solicitar la aprobación del préstamo a su comité de inversiones. Por lo general se tratará del tipo de indagación que los comités de riesgo, no siempre en contacto con las compañías, le harían al responsable de la relación en un banco junto con las proyecciones y del análisis de los márgenes históricos: cartera de pedidos, vulnerabilidad de los clientes, contratos nuevos y perdidos, relaciones bancarias, variaciones en el circulante y los inventarios, consolidación entre filiales, o cambios previstos en la estructura de gobierno. Se trata en muchos casos de informaciones que requerirán indagaciones a pie de calle y que van más allá de los planes de negocio y de los modelos cuantitativos. Es aquí en donde se muestra en toda su importancia la experiencia y calidad del equipo gestor, piedra angular del éxito del fondo.

Un equipo gestor capaz de ofrecer la mejor combinación posible de rentabilidad y riesgo a sus inversores ha de contar con una experiencia dilatada en el manejo de la relación con las empresas, proponiendo términos realistas que conduzcan a operaciones aceptables y financiables. Reunirá un conocimiento del riesgo de crédito que combine adecuadamente los aspectos de relación con las habilidades cuantitativas y en la estructuración de operaciones. Y por supuesto ha de tener desarrollado el instinto de crédito, esa cualidad que se adquiere con los años y que le llevará a detenerse en lo importante aunque a veces no sea lo obvio, más allá de los procesos de análisis pautados con los que todo fondo ha de contar.

4. RAZÓN DE SER Y CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE CRÉDITO

El desapalancamiento bancario y consiguiente reducción de los balances de las entidades financieras es una realidad que afecta a todos los sistemas bancarios europeos. Las mayores exigencias de capital exigen o bien recapitalizar las entidades financieras o bien reducir su tamaño. La solución adoptada es una combinación de ambas medidas, pero en cualquier caso exige un desapalancamiento de las entidades financieras.

A finales de 2012 el FMI estimaba que los bancos europeos necesitaban reducir sus balances en una cantidad equivalente a USD 2,6 billones⁸. En esta coyuntura la banca no podrá hacer frente a la demanda total de crédito de las empresas, ni podrá renovar la

⁸ IMF Staff Discussion Note, December 2012: Shadow Banking: Economics and Policy.



totalidad de los préstamos actualmente en cartera a su vencimiento. Esta situación facilita que surjan nuevas vías de financiación no bancarias, entre ellas los fondos de crédito corporativo.

Desde la perspectiva de los inversores institucionales, la actual coyuntura de tipos de interés en niveles mínimos históricos, tanto en el corto plazo como en el largo plazo, obliga a ampliar el abanico de posibles inversiones en activos que puedan proporcionar una mayor rentabilidad, aunque a costa de una menor liquidez durante la vida del producto.

CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE CRÉDITO CORPORATIVO

No existe una definición normativa de los Fondos de Crédito Corporativo. No obstante, se entiende por Fondos de Crédito (Credit Funds) aquellos fondos que invierten en créditos y préstamos directos a empresas.

Este tipo de fondos realizan una fase inicial de captación de patrimonio (*fund raising*) entre inversores. Los principales inversores de los fondos de crédito son institucionales: compañías de seguros, fondos de pensiones, oficinas familiares (*family offices*) e inversores especializados.

Son vehículos generalmente cerrados. Una vez finalizada la fase de captación de patrimonio entre los inversores no es posible acceder al fondo, salvo que se abra una nueva ventana de captación de patrimonio. Los inversores permanecen invertidos en el fondo hasta el vencimiento del mismo, aunque es posible transmitir las participaciones del fondo a un tercero.

Las aportaciones de los inversores se realizan a través de solicitudes de desembolsos parciales (*capital calls*). Los inversores se comprometen a invertir una determinada cantidad de dinero. El fondo, en lugar de solicitar el 100% del importe comprometido al inicio de la vida del fondo, va solicitando desembolsos según se vayan cerrando operaciones de financiación a empresas.

Los fondos no cotizan en un mercado secundario. No obstante, periódicamente se realiza una valoración de los activos integrantes del fondo, habitualmente de forma mensual o trimestral, obteniéndose un valor liquidativo de las participaciones del fondo.

El horizonte de inversión de este tipo de fondos oscila entre siete y diez años, dependiendo de las características y plazos de los créditos y préstamos concedidos por el fondo a las empresas.

Los fondos de créditos pueden apalancarse. Así, el importe destinado a prestar a las empresas podrá ser superior a las aportaciones de los inversores en el fondo gracias a la propia financiación obtenida por el fondo de crédito.

En función de la definición de la política de cada fondo de crédito, existe la posibilidad de pagos de dividendos periódicos, en función de los ingresos del fondo vía el cobro de intereses periódicos.

La liquidación de las participaciones de los fondos puede realizarse diversas formas:



- Según vayan venciendo los últimos créditos en cartera, reintegrando a los inversores el valor de sus participaciones por partes.
- A una fecha fija al vencimiento del fondo, devolviendo en ese momento la totalidad del patrimonio del fondo a los inversores.

Los fondos de crédito corporativo pueden materializar sus inversiones adquiriendo préstamos a otras entidades, vía el mercado secundario, o alternativamente realizando las operaciones en el mercado primario prestando directamente a las empresas.

Mercado Secundario

Dado el proceso de concentración de entidades financieras en España llevado a cabo en los últimos años, determinadas entidades han acumulado un nivel de préstamos a determinadas empresas que superan los límites de concentración recomendables. Este hecho facilita las operaciones de venta de préstamos corporativos en el mercado secundario.

Mercado Primario

Cada fondo de crédito corporativo define en su folleto informativo (*prospectus*) las características de los créditos y préstamos a otorgar a las empresas. La flexibilidad sobre las características de los préstamos sólo queda limitada por las restricciones que se incluyan en el folleto informativo del propio fondo. Algunas de las características de los préstamos a definir en el momento inicial del fondo se enumeran a continuación.

- **Tipo de empresas** susceptibles de recibir financiación. Su delimitación se puede establecer en función de volumen de ventas, en función del EBITDA o del resultado operativo, apalancamiento máximo permitido para poder prestar, determinación de la obligación o no de haber obtenido beneficios en los ejercicios precedentes, en función del sector de actividad, excluyéndose generalmente algunos de ellos como el sector inmobiliario o el sector financiero.
- **Tipo de financiación otorgada.** Los préstamos concedidos por un fondo de crédito pueden tener diversos niveles de prelación:
 - Préstamos senior, con el mayor grado de prelación dentro de los acreedores
 - Préstamos subordinados, cuya prelación es inferior a la de los acreedores con deuda senior.
 - Financiación híbrida, pudiendo llegar a convertirse toda o parte de ella en capital de la empresa.
- **Garantías exigidas**, en su caso. De existir, pueden ser de todo tipo: hipotecarias, sobre ingresos de determinados contratos, o incluso personales.
- **Destino de la financiación** otorgada a la empresa. Algunos fondos condicionan la concesión de financiación a empresas al destino de que se vaya a realizar de los recursos obtenidos. Entre otros:



- **Refinanciaciones.** Sustitución de otro acreedor al vencimiento de la financiación previa o incluso antes del vencimiento en caso de negociaciones bilaterales o multilaterales.
- **Reorganización de pools bancarios.** El fondo de crédito sustituye a uno o varios de los bancos participantes en el pool financiador.
- **Adquisiciones corporativas.** Casos en los que la empresa necesita financiación para llevar a cabo una adquisición corporativa.
- **Financiación de inversiones (CAPEX).** El destino de los fondos es financiar la adquisición de activos ligados a la actividad desarrollada por la empresa.
- **Recapitalizaciones.** Financiación a la empresa para que pueda realizar el pago de un dividendo o devolución de capital o de prima de emisión.
- **Modalidad de los préstamos.** Salvo que el folleto del fondo de crédito establezca determinadas restricciones, la modalidad de los préstamos puede ser dispar:
 - **Préstamos bilaterales,** contratados directamente entre la empresa prestataria y el fondo de crédito.
 - **Club Deal,** el préstamo es realizado de forma conjunta por varias entidades, siendo las condiciones idénticas para todas las entidades financiadoras de la operación.
 - **Préstamos sindicados.** Los prestamistas son un grupo de entidades y el préstamo está estructurado y es administrado por uno o varios bancos comerciales o bancos de inversión. El volumen total de la financiación ofrecida a la entidad suele ser muy elevado para ser asumido por una única entidad.
 - **Bonos privados.** La financiación otorgada por el fondo puede tomar la forma de un bono privado. La empresa emita un bono que es adquirido por el fondo de crédito. Al tener la estructura de bono es factible listar o cotizar el bono en un mercado. Su transmisibilidad posterior, en su caso, es mucho más sencilla y directa.
- **Vencimiento de los préstamos.** El vencimiento de los préstamos concedidos por un fondo de crédito está en función de la duración del mismo fondo. La duración de los préstamos suele oscilar entre 3 y 7 años.
- **Amortización de los préstamos.** Los fondos de crédito gozan de una enorme flexibilidad a la hora de estructurar las operaciones, acomodándose a las circunstancias de cada empresa prestamista. Esta flexibilidad permite establecer:
 - **Periodos de carencia,** tanto de principal como de intereses, de tal forma que no se inicie la devolución del principal o el pago de los intereses hasta pasado un determinado plazo desde la concesión de la financiación.
 - **Devolución íntegra al vencimiento.** En lugar de establecerse cuotas periódicas que incorporan tanto el pago de intereses como la devolución de principal, las cuotas periódicas sólo incluyen el pago de intereses, devolviéndose.
 - **Amortizaciones recurrentes.** Sistema de pago de cuotas fijas según el método francés. Inicialmente de cada cuota el porcentaje de intereses respecto al total de la cuota es muy superior. Según transcurre el tiempo el porcentaje de la cuota que corresponde a devolución de principal se incrementa, reduciéndose el porcentaje que corresponde a pago de intereses.



- Remuneración del préstamo. El tipo de interés a satisfacer por la empresa prestataria puede ser:
 - **Tipo de interés fijo**, fijándose en el momento de la constitución del préstamo. No sufre variaciones durante toda la vida del préstamo.
 - **Tipo variable** tomando como referencia un índice, habitualmente el Euribor adicionándole un diferencial. El tipo de interés a pagar oscilará en función de las variaciones del índice de referencia.

La ventaja principal de los fondos de crédito frente a la financiación tradicional bancaria reside en la flexibilidad del fondo a la hora de definir las condiciones de cada uno de los préstamos, sólo limitada por las restricciones incluidas en la política de inversión recogida en el folleto informativo del fondo.

5. DIFERENCIA ENTRE LOS FONDOS DE CRÉDITO Y LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO

Las principales similitudes entre los fondos de crédito y los fondos de capital residen en la forma de constituir el patrimonio, a través de proceso de captación de patrimonio (fund raising) y en el carácter de fondos cerrados: los inversores permanecen en ambos tipos de fondos desde la constitución hasta su liquidación. Excepcionalmente es factible vender la participación a un tercero, pero no existe un mercado líquido que garantice la venta en un momento determinado a un precio preestablecido.

Las diferencias entre ambos tipos de fondos son notables:

- **Riesgo asumido.** Los fondos de crédito son acreedores de la sociedad. La financiación proporcionada se considera financiación ajena, nunca financiación propia. Por tanto, en caso de insolvencia de la compañía prestataria el fondo de crédito tendrá prelación en el cobro de la deuda. El fondo de capital riesgo invierte en capital, por tanto, en caso de insolvencia tendrán preferencia de cobro todos los acreedores.
- **Retorno obtenido.** El menor riesgo asumido por los fondos de crédito en comparación con los fondos de capital riesgo hace que el retorno esperado sea inferior. El fondo de crédito cobra de las empresas prestatarias el interés pactado, sea este fijo o variable. El pago del mismo no está condicionado a la obtención de resultados por parte de la empresa. La devolución del principal se produce en el momento en que se haya acordado, periódicamente o a una fecha fija. Por el contrario, el retorno de las inversiones de los fondos de capital riesgo en las empresas se obtiene por la venta de la participación en el capital social de la compañía a un tercero. Es necesaria una venta de la participación en el capital de la empresa para materializar el beneficio.
- **Frecuencia de las operaciones.** Las empresas necesitan financiación ajena de forma recurrente en el tiempo. No son operaciones puntuales. Así, los fondos de crédito pueden ser financiadores de una misma empresa en repetidas ocasiones: bien el mismo fondo, bien otro fondo distinto.



En toda la vida de una empresa puede llegar a realizar, una, dos o, como mucho, tres operaciones con fondos de capital riesgo, pero el número de operaciones es limitado.

6. CONCLUSIÓN

Los cambios en la composición del sector bancario, con la desaparición de un elevado número de entidades vía concentración del sector, y la nueva normativa internacional (Basilea III) que limita el apalancamiento bancario, exigiendo mayores niveles de capital, limitan la capacidad del sector bancario para financiar al conjunto del tejido empresarial.

El modelo norteamericano, donde la financiación no bancaria supone más de tres cuartas partes de la financiación empresarial es el referente en el que se ha de mirar Europa y, con mayor intensidad, España. La financiación bancaria seguirá siendo por muchos años la principal vía de financiación empresarial, pero las limitaciones regulatorias y de capital harán que vayan consolidándose otras vías de financiación empresarial ajenas, pero complementarias, al canal bancario.

La aparición de fondos de crédito corporativo no es un hecho puntual y coyuntural, sino que es una realidad que viene a llenar el *gap* generado entre la oferta y demanda de crédito empresarial.



UN REPASO A LA HISTORIA DEL CAPITAL RIESGO Y UNA MIRADA HACIA SU FUTURO A PARTIR DE SU FUNCIONAMIENTO Y AGENTES PROTAGONISTAS

ANDREU GUILANYÀ MERCADÉ

LIC & MBA 2005 – Esade Business School

Director of Strategic Development – Cognita Schools Group

DAVID ANTONIO MAZAIRA FONT

LIC & MBA 2005 – Esade Business School

Senior Associate – The Carlyle Group

INTRODUCCIÓN

El presente artículo está dividido en dos grandes bloques. El primero de ellos pretende establecer de forma didáctica el marco conceptual que define la industria del capital riesgo, los diversos agentes que participan de ella y las principales interrelaciones que se establecen entre ellos. El segundo tiene por objeto realizar un breve repaso por la historia contemporánea de la industria, identificando su evolución y principales tendencias, para a partir de las mismas tratar de dibujar sus expectativas a futuro, recalando en particular en el mercado español.

¿QUÉ SE ENTIENDE POR CAPITAL RIESGO? CONCEPTO GENÉRICO

Si bien el concepto de capital riesgo suele utilizarse con cierta diversidad de acepciones, podría definirse en su forma clásica como la actividad consistente en la realización de una inversión de carácter financiero en compañías que no están cotizadas en mercados de capitales¹ mediante instrumentos de distinta naturaleza, habitualmente en forma de capital y con menor frecuencia en forma de deuda o de híbridos entre ambas. La situación y las necesidades específicas que presentan las compañías receptoras de dichas inversiones financieras, y de las cuales por tanto se benefician, pueden resultar de

¹ No obstante, y fundamentalmente como consecuencia del notable crecimiento experimentado por la industria del capital riesgo en los últimos años, encontramos fondos de capital riesgo que extienden su actividad también a compañías cotizadas en mercados de capitales. Es lo que se conoce en términos anglosajones como «*public to private*» o «*P2P*».



lo más variadas: desde el desarrollo de nuevos productos o la entrada en nuevos mercados hasta una reestructuración accionarial o financiera. Finalmente, cabe destacar, como tercer elemento fundamental en la caracterización del capital riesgo, que la finalidad de la inversión en cuestión es la obtención de un beneficio, ya sea de tipo económico o bien de tipo social.

¿QUÉ TIPO DE INVERSORES EN CAPITAL RIESGO ENCONTRAMOS? NATURALEZA DE LAS INVERSIONES SEGÚN EL CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA

Según se desprende de la definición anterior, podemos clasificar las inversiones en función de las necesidades de la compañía receptora, las cuales dependerán del ciclo de vida del producto / servicio que ofrece en que se encuentre la misma. En función de ello, encontraremos también inversores de diferente naturaleza. Así pues, podemos diferenciar entre:

○ **Capital Semilla o *Seed Capital*:**

- La compañía se encuentra en una fase incipiente de gestación, siendo prácticamente poco más que una idea de negocio. El nivel de riesgo del proyecto es muy elevado y por tanto sus probabilidades de éxito notablemente bajas.
- Los inversores más comunes en un primer estadio suelen ser los denominados por sus siglas en inglés «FFF» («*family, friends and fools*») es decir familia, amigos y locos). También encontramos a los «*business angels*» (asimilable contemporáneo en el mundo de los proyectos empresariales a la figura de los mecenas artísticos del Renacimiento), quienes al margen de la propia financiación suelen aportar también sus conocimientos y redes de contactos para dar forma al negocio. Finalmente, y como fruto del notable desarrollo vivido por las nuevas tecnologías de la información en los últimos años, el fenómeno del «*crowdfunding*» o financiación colectiva, está cobrando cada vez más protagonismo.

○ **Desarrollo Inicial o *Early Stage*:**

- La compañía ha superado ya la fase de gestación y ha dado inicio efectivo a su actividad. Todavía sigue existiendo un cierto riesgo en la viabilidad del proyecto. Se espera que a lo largo del presente estadio la sociedad consiga alcanzar el punto de equilibrio (*break-even*) en cuanto a resultados.
- Al margen de encontrar también las dos últimas figuras inversoras («*business angels*» y «*crowdfunding*») que mencionamos en la fase anterior, destacan en particular las sociedades denominadas «*venture capital*» (o por sus siglas «*VC*»), pioneras en el desarrollo de las actividades de capital riesgo.



○ Capital Expansión o *Growth Capital*:

- Se trata de una fase en la que la compañía necesita de recursos (entre otros financieros) para expandir su proyecto, por ejemplo creciendo en los mercados y productos ó servicios donde ya está presente, o bien entrando en nuevos mercados y desarrollando nuevos productos ó servicios, o cuantas combinaciones entre todas ellas puedan existir.
- También se asocian a este tipo de inversiones las compañías de «*venture capital*» anteriormente mencionadas, si bien las compañías a las que habitualmente se las conoce como «*private equity*» pueden encajar perfectamente también en este capítulo.

○ Adquisición con Apalancamiento Financiero o *Leveraged Buy-Out*:

- La compañía en cuestión se encuentra en fase de madurez, generando un nivel de beneficios atractivo y recurrente y por tanto presentando un nivel de riesgo relativamente bajo, lo cual propicia que la inversión en la misma se financie en parte relativamente relevante con otros recursos al margen de capitales propios (por ejemplo con deuda bancaria).
- Las sucesivas operaciones de esta naturaleza que eventualmente puedan producirse tras la primera compra (enajenando la participación a otros fondos de capital riesgo) se denominan «*secondary buy-out*», «*tertiary buy-out*», etc.
Por otra parte, cabe destacar que resulta habitual el equipo directivo participe de la toma de participación de la compañía (lo cual incentiva el esfuerzo de la posterior gestión y genera confianza en la adquirente), dando lugar a:
 - MBO (*Management Buy-Out*): Cuando los directivos adquirentes pertenecen ya a la compañía adquirida.
 - MBI (*Management Buy-In*): Cuando los directivos adquirentes no pertenecen a la compañía adquirida.
 - BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*): Cuando parte de los directivos adquirentes pertenece a la compañía adquirida mientras que la otra parte no pertenece a la misma.
- Este tipo de inversiones es el que ha tenido mayor visibilidad y popularidad en los medios en los últimos años, a tenor del tamaño tanto de los actores que han protagonizado las adquisiciones (los clásicos «*private equity*» a los que hacíamos referencia anteriormente) como de las compañías que han sido compradas. Apuntar también el papel que en estas operaciones juegan los fondos proveedores de instrumentos híbridos entre deuda y capital, como por ejemplo la deuda mezzanine.

○ Situaciones Especiales:

- Existen también compañías de capital riesgo especializadas en invertir en compañías que se encuentran en situaciones particularmente complejas en las que su

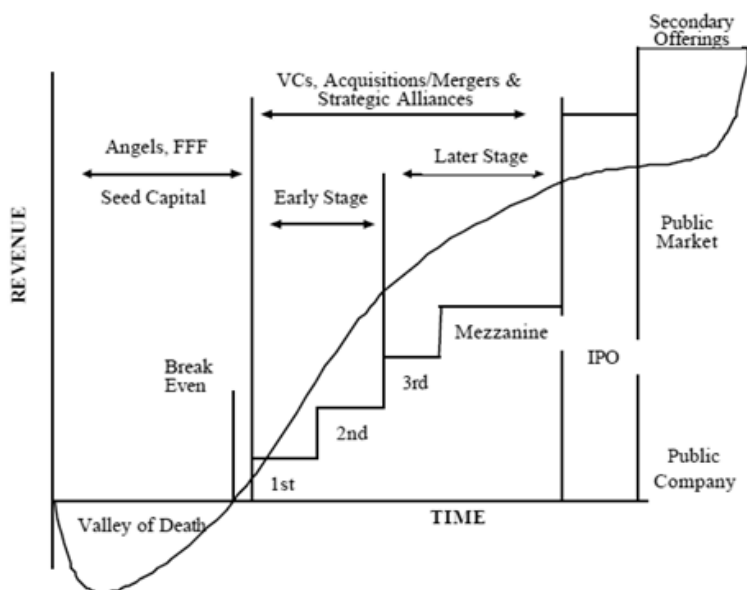


viabilidad financiera está seriamente en entredicho («*distressed*»). Se trata de inversiones de alto riesgo y que por tanto, en caso de resultar exitosas, deberían presentar un nivel de retorno notablemente elevado.

Regresando a la definición genérica de capital riesgo inicialmente expuesta, recordemos que se caracteriza, en principio, de inversiones en compañías no cotizadas en mercados de capitales; son precisamente los mismos, una de las principales alternativas hacia donde suele darse el siguiente paso dentro del ciclo de vida de la compañía que hemos desarrollado en la presente sección. En efecto, y al margen de otras compañías de la misma naturaleza o bien compañías industriales, las compañías de capital riesgo pueden encontrar en los mercados de capitales la oportunidad de hacer líquida su inversión.

Así pues, y a modo de conclusión, incluimos un gráfico que ilustra el ciclo de vida de la compañía y la evolución de sus ingresos, relacionándolos a su vez con buena parte de los conceptos que se han relatado:

GRÁFICO 1



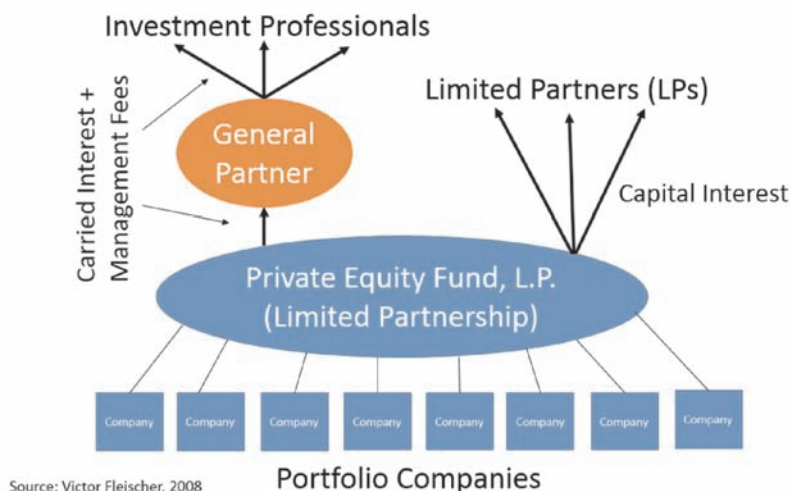
Fuente: Mario W.Cardullo (1999).

¿CÓMO FUNCIONA UNA COMPAÑÍA DE CAPITAL RIESGO? AGENTES INTERVINIENTES Y PRINCIPALES ASPECTOS FINANCIEROS A CONSIDERAR

El siguiente diagrama nos presenta de forma esquemática el funcionamiento de una compañía de capital riesgo:

GRÁFICO 2

Fund Structure



Fuente: Victor Fleisher (2008).

En la parte central se presenta al «*private equity fund*» o «fondo de capital riesgo» que es el vehículo mediante el cual se realizarán las inversiones («*investments*») en las diversas compañías que aparecen en la parte inferior. Dependiendo del tamaño del fondo, y atendiendo al principio de la diversificación del riesgo, suelen situarse entre 8 y 12 y suelen pertenecer a sectores diversos (a menos que se trate de un fondo especializado en compañías de un sector concreto, hecho poco frecuente).

En la parte superior, nos encontramos a los accionistas de dicho fondo. Se trata de los «*LP – Limited Partners*», inversores institucionales de muy diversa naturaleza (desde fondos soberanos aseguradoras hasta «*family offices*», pasando por fondos de pensiones y compañías aseguradoras entre otros).

Estos inversores depositan su confianza en la compañía de capital riesgo («*Private Equity Firm*» ó «*GP – General Partner*»), la cual se responsabiliza de gestionar el fondo de capital riesgo y las inversiones realizadas por el mismo. Sus intereses económicos están alineados con los de los *LPs* ya que también participan del éxito que pueda derivarse de dichas inversiones. En efecto, la retribución del equipo directivo de la compañía de capital riesgo viene por dos vías:

- «*Carried Interest*» o Participación en Beneficios: Están ligados, como anticipábamos, al éxito de las inversiones y representan la principal vía de ingresos para la compañía de capital riesgo. Suelen estar alrededor del 20% de los beneficios generados (el otro 80% sería para los *LPs*), una vez superada una barrera mínima de retorno («*hurdle rate*»). Ésta se sitúa habitualmente entre el 7% y el 8% anual de la inversión inicial y va a parar íntegramente a los *LPs*.



- «*Management Fees*» u Honorarios de Gestión: Están ligados al importe de los fondos gestionados y deberían contribuir a mantener los costes fijos de estructura y gestión del fondo. Suelen oscilar entre el 1.0% y el 2.5% de los fondos bajo gestión.

Habitualmente, la duración del fondo de capital riesgo suele oscilar entre un período de 5 y 7 años. Tras el mismo, la compañía de capital riesgo tiene el compromiso de reembolsar los fondos aportados por los inversores junto con los beneficios que se espera generen las inversiones realizadas. La imposibilidad de hacer líquidas las inversiones, por ejemplo a causa de un período de adversidad en la economía, puede obligar a dilatar dichos plazos o bien a asumir retornos de la inversión inferiores a los esperados.

En cambio, en un escenario en el que las inversiones realizadas hayan tenido éxito (lo que se conoce en terminología anglosajona como «*track record*»), asumiendo un entorno económico posterior *ceteris paribus*, debería resultar favorable a la posibilidad que la compañía de capital riesgo pueda levantar capitales para constituir un nuevo fondo, bien invitando nuevamente a los mismos inversores o bien dando entrada a otros, o una combinación de ambos.

Son diversas las palancas de valor a través de las cuales los gestores del fondo de capital riesgo tratan de alcanzar los retornos esperados exigidos por sus accionistas. Por una parte, y en lo que respecta al activo, destaca la mejora y optimización de la gestión operativa de la compañía – en el sentido más amplio – con el objetivo de maximizar la generación de caja a lo largo del período de inversión, fundamentalmente medida por *EBITDA* (Beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones), *Capex* (inversión en inmovilizado) y Capital Circulante. Ello permite que el otro aspecto fundamental, la estructura de pasivo – basada en las consideraciones de apalancamiento financiero anteriormente descritas – genere también valor para el accionista dado que su contribución en fondos propios en el momento de la inversión es relativamente reducida en comparación con el importe de la misma a la salida, fruto del proceso de desapalancamiento financiero conseguido durante el período de la inversión. Si bien no suele considerarse con frecuencia en la evaluación de la inversión, otra potencial fuente de valor yace en lo que se conoce como «*multiple arbitrage*» o expansión de múltiplo, es decir la diferencia entre el múltiplo de salida y el múltiplo de adquisición (comúnmente medido en términos de veces *EBITDA*). Si la desinversión se prevé realizar a través de una colocación en el mercado de capitales, lógicamente dicho múltiplo estará ligado a las métricas de valoración del sector y a la situación y sentimiento general de dichos mercados llegado el momento.

Finalmente y en cuanto a las rentabilidades esperadas por este tipo de inversiones, lógicamente dependen del riesgo asociado a las mismas, si bien y por los motivos que se comentarán más avanzado el presente artículo, podríamos afirmar que han ido disminuyendo de forma progresiva a lo largo de los años. Así pues, mientras que en sus orígenes, los niveles de retorno esperado en la industria se situaban en promedio en el entorno de entre el 25% y el 30% anual, en la actualidad niveles cercanos al 20% pueden considerarse ya atractivos. Por otra parte, cabe destacar también una fórmula alternativa de medir la rentabilidad obtenida por el fondo: se trata del «*money multiple*»



(podría traducirse como «veces dinero») o «*cash on cash*», es decir la proporción entre los fondos obtenidos en el momento de la salida y los fondos invertidos inicialmente.

¿CUÁLES SON LOS ORÍGENES DEL CAPITAL RIESGO Y COMO HA EVOLUCIONADO LA INDUSTRIA? UN BREVE REPASO HISTÓRICO

Resulta interesante llevar a cabo un breve repaso histórico a los que fueron los orígenes del capital riesgo y así poner en contexto su situación actual y perspectivas de futuro, recalando en particular en el caso del mercado español.

De modo parecido a lo que sucede en otros ámbitos del mundo financiero, debemos fijarnos en la economía estadounidense para identificar los inicios de las actividades de capital riesgo. En efecto, fue en la década de los 50 y de los 60 cuando pueden identificarse las primeras actividades propias del concepto contemporáneo de capital riesgo en su estado más «puro», es decir inversiones en compañías en fase inicial de desarrollo que de acuerdo a los conceptos expuestos en la primera parte del presente artículo podrían clasificarse de actividades de «*venture capital*». Éstas solían estar protagonizadas no tanto por compañías privadas sino más bien por familias con importantes recursos económicos. Mención especial merece la notable actividad en el desarrollo de nuevos productos y tecnologías que ya por entonces vivía Silicon Valley en el estado de California, recibiendo parte de dichas inversiones.

A partir de los años 70 y entrados en los 80, el gobierno americano desarrolló un marco jurídico y normativo específico encaminadas a promover y facilitar las inversiones de capital riesgo. Es a partir de entonces que se empiezan a crear las primeras compañías privadas que se dedican a este tipo de actividades, tanto de «*venture capital*» como los primeros fondos de capital riesgo, registrándose las primeras grandes operaciones de la historia. En este sentido, destaca la firma Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR) considerada como la pionera en este tipo de actividades, y en la actualidad una de las más grandes a nivel mundial.

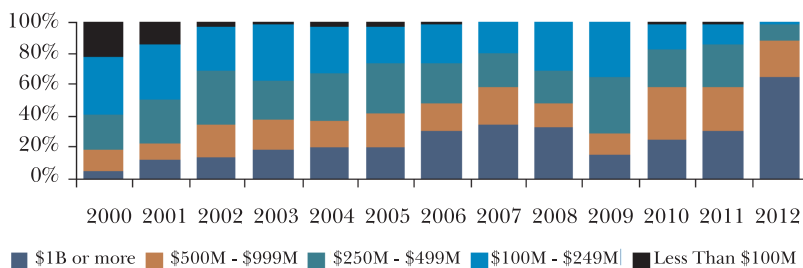
Tras un incremento notable en el número de adquisiciones apalancadas registrado en la última parte de la década de los 80, debido a una igualmente notable expansión del crédito, la primera parte de los 90 se caracterizó por una crisis de ahorro y crédito que disparó los costes de financiación y produjo un enfriamiento de la actividad. A partir de entonces (segunda mitad de los 90) la industria retoma de nuevo la senda del crecimiento y definitivamente se consolida, incrementando de forma notable su tamaño así como, si cabe, su grado de correlación con la evolución de la coyuntura económica y del mercado crediticio.

Los dos gráficos que incorporamos a continuación reflejan en buena medida ambos aspectos. En el primero de ellos, aparece el tamaño promedio de las operaciones de compra apalancada (LBOs) en EE.UU para el período 2000-2012. Tal y como se aprecia en el mismo, el tamaño promedio de las mismas muestra una tendencia creciente con el paso del tiempo, con la excepción del año 2009 fruto de la recesión económica a nivel mundial. Enlazando con este último elemento, el segundo (que comprende el mismo período) demuestra la importancia que la coyuntura económica y en particular



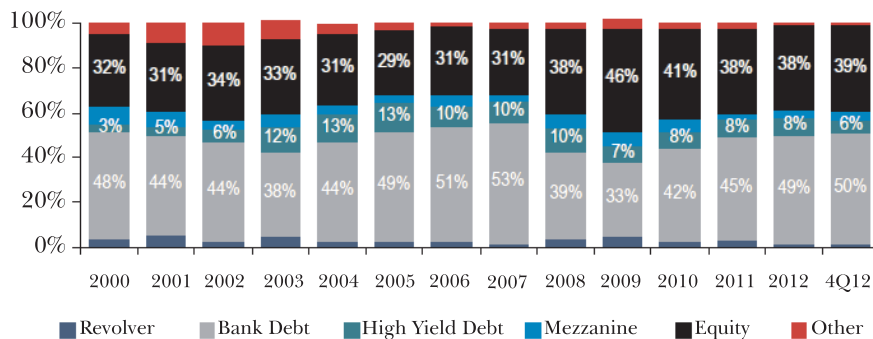
de las condiciones y fluidez del mercado crediticio. Así pues, en sendos períodos (2000-2003) y (2008-2009) tras la explosión de sendas burbujas (tecnológica y de crédito, respectivamente) se aprecia una reducción del peso de la deuda bancaria (*bank debt*) en las fuentes de financiación de las operaciones apalancadas de adquisición en EE.UU, obligando a las compañías de capital riesgo a incrementar su contribución en forma de capitales propios.

GRÁFICO 3



Fuente: S&P Financial Services.

GRÁFICO 4



Fuente: S&P Financial Services.

Como conclusión a esta revisión histórica, vemos algunas de las principales tendencias que caracterizan al mercado en la actualidad:

- Debido al notable crecimiento y desarrollo vivido por la industria en los últimos años, podemos decir que ha alcanzado un nivel de saturación en cuanto a compañías de capital riesgo notable, hecho que ha incrementado la competencia por las adquisiciones, llevando las valoraciones a niveles históricamente elevados y



por tanto reduciendo los niveles de retorno esperado de las inversiones desde el 25%-30% histórico hasta los entornos del 15%-20%.

- Como consecuencia de ello, las principales compañías del sector han optado por diversificar sus actividades hacia otros segmentos con menor competencia, por ejemplo convirtiéndose en proveedores de deuda en lugar de capitales propios. Otro segmento que ha ganado en popularidad también es el de la inversión en infraestructuras. Dado que dichas actividades presentan un nivel de riesgo inferior a la inversión tradicional, también deberían deparar retornos inferiores. En definitiva, se ha producido una transformación de lo que originalmente eran compañías de capital riesgo en compañías gestoras de un gran y diverso número de activos financieros.
- Otro factor que puede explicar un menor nivel de retorno esperado tiene que ver con el relevo generacional en las posiciones directivas de las que fueron compañías pioneras de estas actividades a finales de los 70s y principios de los 80s. Mientras que sus fundadores tenían un espíritu más «*venture capitalist*», las nuevas generaciones parecen tener una mayor aversión al riesgo y por tanto su enfoque está más caracterizado por estar en línea con el mercado que tratar de batirlo.
- Finalmente, cabe destacar la decisión de las grandes compañías del sector de listarse en los mercados de capitales / bolsas de valores, hecho que ha permitido que más allá de los inversores institucionales que mencionábamos anteriormente, sean también los inversores minoristas quienes puedan tener exposición directa a la industria del capital riesgo, y que las compañías puedan apelar a ellos para seguir expandiendo su base de activos bajo gestión.

¿CUÁL HA SIDO EL COMPORTAMIENTO DE LA INDUSTRIA EN ESPAÑA? PERSPECTIVAS DE FUTURO

La historia del capital riesgo en España presenta ciertos paralelismos con la que acabamos de relatar para el caso norteamericano; obviamente con sus diferencias en cuanto a tamaño así como en tiempos, derivadas del distinto grado de desarrollo de sus economías.

En efecto, los orígenes de las actividades de capital riesgo en España también se asocian con su visión más pura y por tanto ligada al «*venture capital*» o inversión en compañías en estadios iniciales de gestación. Si bien, al igual que en el caso norteamericano los pioneros no fueron compañías del ámbito privado, a diferencia de éste, fue la iniciativa pública quien se inició en el sector entrada la década de los 70, con la intención de impulsar el proceso de industrialización del país y la transformación de ciertas economías regionales desde los sectores primario (agricultura, ganadería y pesca) hacia el secundario.

Nuevamente, y del mismo modo que relatamos para el caso norteamericano, es gracias al desarrollo de un marco jurídico y normativo propio que las compañías privadas empiezan a interesarse por la industria del capital riesgo en la segunda parte de la década de los 80. En este sentido, destaca en particular la creación de la figura de las SGCR (Sociedad Gestora de Capital Riesgo), a través de la cual se promovía la inversión y ges-

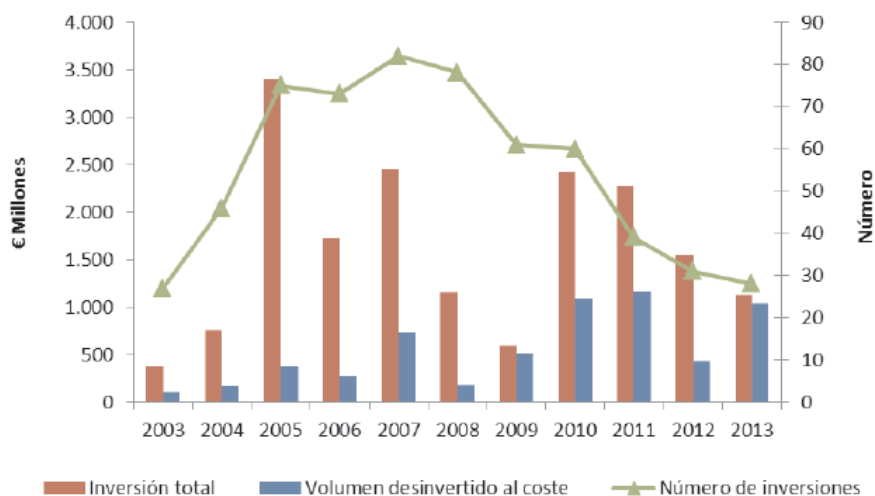
tión delegada (i.e. recursos de terceros) en lugar de recursos propios (SCR – Sociedad de Capital Riesgo), que era la fórmula que tradicionalmente se empleaba hasta entonces. Todo ello, juntamente con la entrada de España en la Unión Europea y la atracción de capital foráneo, impulsó notablemente la actividad privada, que a principios de los 90 ya tenía una preponderancia superior a la pública en términos de recursos gestionados. En lo que respecta a la tipología de operaciones, fueron ganando peso (en especial por parte de los agentes privados) de forma gradual las centradas en compañías en fase de expansión o consolidación (evolucionando poco a poco hacia el concepto con el que identificamos al capital riesgo en la actualidad), mientras que aquellas de capital semilla o arranque siguieron mayoritariamente acaparadas por la iniciativa pública.

La primera parte de la década de los 90 se caracterizó por ser un período de ralentización en el sector, tras el notable crecimiento vivido en los años precedentes. El tamaño promedio de las operaciones no obstante sí que siguió aumentando progresivamente y la figura de las SGCER se consolidó definitivamente, siendo pioneras en la realización de operaciones de adquisición apalancada.

La última parte de los 90 y el cambio de siglo vinieron marcados por el «boom» de las compañías tecnológicas y de internet, las cuales hicieron cambiar el foco de la industria desde empresas consolidadas a compañías *start-up* o en fase inicial de desarrollo. La actividad repuntó fuertemente desde el 1997 hasta el pinchazo de la burbuja en el año 2000, para posteriormente retroceder los 2 años siguientes.

El gráfico de la parte inferior nos muestra la evolución más reciente (2003-2013) de las actividades de capital riesgo en nuestro país, detallando tanto el número de operaciones / transacciones realizadas como los volúmenes de inversión asociados a las mismas y las des-inversiones que se han producido.

GRÁFICO 5



Fuente: ASCRI – www.webcapitalriesgo.com



En primer lugar, poner de manifiesto el notable incremento tanto en número de operaciones como de inversión acometida en el período comprendido entre los años 2003 y 2007. Destaca en particular, en lo que a volúmenes se refiere, el último período de 2005 a 2007 caracterizado por un «boom» de operaciones de adquisición fuertemente apalancadas (por encima de las 6.0x EBITDA) protagonizadas por grandes fondos de capital riesgo internacionales, algunas de ellas de compañías cotizadas (operaciones «*public-to-private*») destacando por tamaño la de Amadeus en el año 2005.

El segundo aspecto relevante a considerar, al igual que sucedió para el caso norteamericano, tiene que ver con las consecuencias de la explosión de la burbuja crediticia y la adversa situación económica del año 2009, las cuales contribuyeron a reducir tanto el número de operaciones como los volúmenes. No obstante, y a diferencia de la situación de EE.UU, dicha tendencia ha seguido en líneas generales a la baja a consecuencia tanto de la continuada recesión que ha vivido España desde entonces como de la escasez del crédito bancario y su alto coste, ligado a los elevados niveles registrados por la prima de riesgo, fruto de la desconfianza de los inversores en nuestra economía.

No obstante ello, parece que las perspectivas a futuro de la industria empiezan a vislumbrar signos esperanzadores. En efecto, tanto la recuperación en los indicadores económicos que está registrando España en el presente 2014 así como el restablecimiento progresivo de la confianza de los inversores en nuestro país, junto con un mercado crediticio que parece empezar a abrirse nuevamente, constituyen todos ellos elementos positivos para un nuevo período de bonanza en la industria. Así por ejemplo, la actividad registrada en el primer trimestre del 2014 duplicó la de su período comparable de 2013 en términos de inversión. Destacan también operaciones de desinversión de notable tamaño llevadas a cabo por grandes fondos internacionales, como las protagonizadas por Applus+ y e-Dreams Odigeo mediante sendas salidas a bolsa. Finalmente, parece que la actividad de «*fund-raising*» o levantamiento de nuevos fondos muestra indicios de recuperación, lo cual debería redundar en una mayor actividad a medio plazo.

AGRADECIMIENTO

Los autores del presente artículo quieren agradecer expresamente su apoyo y colaboración a Doña Luisa Alemany, directora del ESADE Entrepreneurship Institute y profesora del Departamento de Control y Dirección Financiera de ESADE Business School (Universidad Ramón Llull).

FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) / www.webcapitalriesgo.com
Revista Española de Capital Riesgo / www.recari.es
British Private Equity & Venture Capital Association / www.bvca.co.uk
National Venture Capital Association (US) / www.nvca.org



Deloitte – Estudios de Buy-Outs en España – (Prof. José Martí Pellón – Universidad Complutense).

Análisis de las mayores compras apalancadas (LBOs) en España, 2005-2007 (Prof. Luisa Alemany – Esade Business School).

España Capital Riesgo 2013: ¿Dónde estamos? ¿Cuáles son los deseos para el nuevo año? / Esade Business School (Esade Alumni 27/02/2013).

Technological Entrepreneurism: enterprise formation, financing and growth / Mario W. Cardullo. Baldock: Research Studies Press (1999).

Fleischer, Victor. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds, New York University Law, 2008.

The building blocks of LBOs – Bank of America Merrill Lynch (20 March 2013).

S&P Capital IQ Leveraged Commentary and Data, Standard & Poor's Financial Services LLC.

Barbarians at middle age – «The Economist» (April 19th 2014).



FINANCIACIÓN EMPRESARIAL 2.0: «CROWDFUNDING» PARA INVERSIÓN Y OTRAS PLATAFORMAS

DOMINGO J. GARCÍA COTO
ANA ALONSO
Grupo BME

INTRODUCCIÓN

A lo largo de numerosos artículos de este trabajo colectivo se ha puesto de manifiesto la necesidad de avanzar hacia un ecosistema de financiación empresarial más resistente, rico y diverso, con más alternativas complementarias al crédito bancario a disposición de las empresas en función de sus características y tamaño. La alianza de esa tendencia a la diversificación de la financiación con la tecnología y los esquemas de comunicación social que esa tecnología ha abierto, está produciendo cambios ya relevantes y abre un campo de enorme potencial que afectará tanto a los modelos de financiación bancaria como a los mercados de valores o el capital riesgo.

Este artículo introduce las alternativas de financiación más novedosas que comienzan a proliferar en todo el mundo con especial énfasis en el «*crowdfunding*», término traducido en muchas ocasiones como «microfinanciación» colectiva o participativa y que hace referencia al conjunto de fórmulas alternativas nacidas, conformadas y apoyadas en las oportunidades que en materia de interconexión y acceso ofrecen las nuevas tecnologías.

Menos de 2 centenares de empresas no financieras españolas, un porcentaje inferior al 0,001% del total de empresas, son hoy por hoy capaces de acceder a algún mecanismo de financiación de tipo colectivo, es decir con participación de una pluralidad de inversores que adquieren acciones o títulos de renta fija cotizados en mercados tanto regulados como alternativos o lo hacen a través de nuevas fórmulas participativas. En todo el mundo, y España no es una excepción, las empresas, grandes y pequeñas, y las ideas innovadoras compiten hoy en un entorno global con otras empresas e ideas que, cada vez en mayor número, son capaces de acceder a mecanismos de financiación de tipo colectivo sean mercados o alternativas novedosas.

En la redefinición del marco de financiación tanto privada como pública ya están siendo objeto de atención las nuevas alternativas, la financiación 2.0, que se presentan como una oportunidad para facilitar a un número importante de empresas y de ideas innovadoras el acceso a mecanismos colectivos de financiación con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y más o menos amplio. Avanzar en esa dirección beneficiaría especialmente a las



PYMES de menor tamaño con ideas innovadoras, un colectivo especialmente relevante para el futuro de la economía española y cuya dependencia de la financiación bancaria es extrema una vez superada la fase inicial del proyecto.

En esta línea, La Comisión Europea (2014) ha lanzado una comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la financiación a largo plazo de la economía europea en la que reconoce el impacto negativo de la crisis económica sobre la capacidad del sector financiero de canalizar fondos hacia la economía real, en particular hacia la inversión a largo plazo, y reconoce la contribución fundamental de las PYMES al crecimiento sostenible del PIB y sus dificultades de financiación. «El clima de incertidumbre y aversión al riesgo generado por la crisis económica y financiera ha afectado tanto a la demanda como a la oferta de financiación. Por el lado de la demanda ello se ha plasmado en una reducción de la demanda por parte de las PYMES, las asociaciones público-privadas y otros proyectos de inversión que requieren financiación a largo plazo, de tal modo que la inversión y la financiación a largo plazo quedan por debajo de su nivel óptimo. Por el lado de la oferta, la crisis ha aumentado la aversión al riesgo y propiciado la preferencia por la liquidez, que, junto con el desapalancamiento de los bancos ha afectado la capacidad de la economía para financiarse a largo plazo. Los niveles inadecuados de financiación a largo plazo también reflejan fallos de mercado e ineficiencias de la cadena de intermediación».

A la hora de identificar las cuestiones clave para mejorar el acceso de las PYMES a la financiación la Comisión Europea (2014) se refiere a la necesidad de facilitar la transición de la fase de puesta en marcha de un proyecto empresarial a PYME y posteriormente a una empresa de capitalización media, «es decir, el ascenso en la escalera de financiación. A medida que avanzan en su ciclo de vida, las PYME recurren a una combinación de fuentes de financiación, entre ellas créditos bancarios o participaciones en el capital de inversores providenciales (*business angels*), capital riesgo, fondos de capital inversión y, en última instancia, los mercados de capitales. A las PYME les resulta a menudo difícil pasar de una combinación de fuentes de financiación a otra. Entre las distintas fases de crecimiento, las empresas tienen que hacer frente a la ‘brecha de financiación’ y a la ‘brecha de educación’, lo cual es especialmente patente en la etapa final y en la etapa de crecimiento....»

En el momento de presentar esa comunicación sobre financiación a largo plazo, la Comisión Europea (2014) la acompañó de una comunicación sobre la microfinanciación colectiva, incluyéndola en el programa de trabajo y calificándola como una fuente cada vez más importante de financiación para las PYME. La comunicación se titula «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea».

«CROWDFUNDING» O MICROFINANCIACIÓN COLECTIVA EN SENTIDO AMPLIO

El término inglés «*crowdfunding*» remite inicialmente al micromecenazgo, pero su significado se ha ampliado y hace referencia a financiación masiva, financiación por suscripción, cuestión popular, financiación participativa y microfinanciación colectiva o



participativa. De acuerdo con la Wikipedia (2012) es «la cooperación colectiva llevada a cabo por personas que realizan una red para conseguir dinero u otros recursos. Se suele utilizar internet para financiar esfuerzos e iniciativas de otras personas u organizaciones. Puede ser usado para muchos propósitos, desde artistas buscando apoyo de sus seguidores, campañas políticas, financiación de deudas, vivienda, escuelas, dispensarios y hasta el nacimiento de compañías o pequeños negocios».

La Comisión Europea (2014) en su comunicación habla de que el término surgió para «designar habitualmente convocatorias hechas al público con vistas a recaudar fondos para un determinado proyecto. Con frecuencia, estas convocatorias se publican y promueven a través de internet y con la ayuda de los medios sociales y solo permanecen abiertas durante un período de tiempo dado. Los fondos suelen recaudarse entre un gran número de contribuidores que aportan una contribución relativamente modesta, si bien hay excepciones».

Por su parte, un reciente documento de CFA Institute (2014) alude a que el término *crowdfunding* se refiere a una amplia variedad de financiación que tienen como elemento común el uso de una plataforma tecnológica online para presentar proyectos y recaudar fondos. Los impulsores de los proyectos o propietarios de los mismos, utilizan estas plataformas para presentar sus iniciativas, sociales o de negocio, y reunir financiación, mientras los ciudadanos visitan esas plataformas para financiar ideas de forma desinteresada u obtener recompensas o rendimientos financieros. A comienzos del 2005 aparecía Kiva, una plataforma online sin ánimo de lucro, establecida en San Francisco que facilita microcréditos a pequeñas empresas o emprendedores en países en vías de desarrollo. En 2008 surge Indiegogo que sigue siendo una de las plataformas más populares. Otra de las plataformas de mayor éxito es, por ejemplo, la norteamericana Kickstarter que en seis años de vida ha difundido más de 100.000 proyectos por un valor total de más de 1.000 millones de dólares. De esa cantidad, la plataforma se lleva un 6%. No todos los proyectos que pretenden salir en Kickstarter lo consiguen, pero un 75% de las ideas se aprueban. El desarrollo de la plataforma la ha llevado desde las colaboraciones populares a los préstamos o financiación de empresas nacientes (start-ups). De acuerdo con la publicación «Crowdfunding Industry Report», ya en 2012 existían 452 plataformas de *crowdfunding* que se concentraban fundamentalmente en EEUU (119) y Europa, particularmente en Reino Unido (44), Holanda (29), Francia (28), Alemania (26) y España (18).

Las definiciones del término ponen de manifiesto que el «*crowdfunding*» en sentido amplio es un canal de financiación que puede utilizarse de formas diferentes. Un grupo de esas fórmulas de financiación se encuadran dentro de los que puede denominarse «micromecenazgo» propiamente dicho. Ahí encajarían las donaciones que se recaudan para un proyecto específico o las campañas que recaudan financiación a cambio de recompensas o un producto desarrollado o elaborado con los fondos recaudados.

En el Reino Unido las plataformas que canalizan el mecenazgo se denominan «Donation-based crowdfunding» o «Peer-to-peer online fundraising», modalidades en las cuales legalmente no existe una obligación financiera vinculante del receptor hacia el donante y este último tampoco espera ningún tipo de recompensa material o financiera a cambio de su donación. Aquellas en las que el donante espera una recompensa



no económica o un premio a cambio de su contribución económica son las denominadas «reward-based crowdfunding».

El otro gran grupo de fórmulas de *crowdfunding* son aquellas adaptadas a la inversión y ofrecen algún tipo de remuneración financiera. Este artículo se centra en ese grupo de fórmulas de microfinanciación colectiva.

«CROWDFUNDING» O MICROFINANCIACIÓN COLECTIVA ADAPTADA A LA INVERSIÓN: PRÉSTAMOS Y ACCIONES

En el documento citado de CFA Institute (2014) se delimita acertadamente el grupo de fórmulas de crowdfunding que canalizan financiación empresarial y ofrecen retornos a los inversores. Las denomina «Investment-gearred crowdfunding» que puede identificarse como microfinanciación colectiva orientada a la inversión. De acuerdo con Crowdfunding Equity Report (2012) citado por Guzmán (2014) se identifican básicamente dos modelos: el crowdfunding basado en préstamos (loan-based crowdfunding) y el crowdfunding basado en acciones o, de forma más amplia, valores mobiliarios (equity-based crowdfunding o securities-based crowdfunding).

MICROFINANCIACIÓN COLECTIVA ADAPTADA A LA INVERSIÓN BASADA EN PRÉSTAMOS («LOAN-BASED CROWDFUNDING»)

La microfinanciación colectiva basada en préstamos (lending-based crowdfunding o loan-based crowdfunding) se soporta en préstamos obtenidos de los aportantes donde los demandantes actúan como prestatarios y los aportantes de crédito como prestamistas. Los préstamos conllevan riesgos por las dificultades de verificar la solvencia de las entidades que actúan como prestatarios. La diversidad de modalidades dentro de este grupo es cada vez mayor y en muchos casos converge también con las actividades de la banca tradicional con préstamos a particulares y esquemas de «persona a persona» o P2P. Tuesta (2014), cita los ejemplos de LendingClub en Estados Unidos, que «a través de un esquema P2P ha logrado construir una industria de más de 3.000 millones de euros con ratios de morosidad del 3%» o Zopa, en el Reino Unido que «viene colocando recursos persona a persona en una magnitud de más de 600 millones de euros con una mora de tan solo el 0,5%». Las ventajas de estos operadores provienen de las tecnologías del «big data», es decir «la correlación masiva de datos individualizados, y con la ayuda de algoritmos, han ido estableciendo metodologías para definir perfiles de riesgo de las personas de forma tal que puedan recibir financiamiento».

En el ámbito de las plataformas «peer-to-peer» especializadas en préstamos a empresas, recientemente se ha conocido el acuerdo firmado por Funding Circle con la filial británica de Banco Santander. Desde su inicio hace 4 años, Funding Circle ha financiado a más de 5.000 empresas a través de créditos por valor equivalente a 362 millones de euros y a partir de ahora gratificará la apuesta de Santander por su negocio promocionando los servicios de gestión de liquidez y cuentas corrientes del banco. Las estimaciones apuntan a un elevado crecimiento de los préstamos «peer-to-peer» a pequeñas empresas en el Reino



Unido que ascienden ya a 1.000 millones de libras anuales. El Gobierno británico está fomentando muy activamente estas fórmulas y estudia planes para obligar a los bancos británicos a remitir a los clientes cuyas solicitudes de préstamo rechacen a plataformas financieras alternativas e incluso a compartir los datos crediticios.

A medida que esta alternativa de financiación crece y se desarrolla, comienza a atraer el interés de la industria financiera principal o tradicional. Inversores profesionales y bancos comienzan a explorar con interés el terreno y, por ejemplo, hace pocos meses se conocía el lanzamiento de un fondo de inversión norteamericano que invertirá en créditos a través de plataformas de microfinanciación colectiva en forma de préstamos.

Según estimaciones citadas por Financial Times (2014), más del 60% de los préstamos facilitados por plataformas como Lending Club y Prosper parecen ser financiados ya por grandes inversores institucionales como Hedge Funds o grandes firmas de gestión patrimonial. De acuerdo con la misma fuente, la industria del «peer-to-peer lending» ya se encuentra altamente concentrada a nivel mundial y está dominada por un reducido número de plataformas en Estados Unidos, el Reino Unido y China. En el resto de países el tamaño del sector de préstamo online es pequeño, frenado todavía y obstaculizado por leyes locales sobre el préstamo y falta de confianza y conocimiento de los usuarios. La solución, de acuerdo con los gestores de las plataformas, es el préstamo transfronterizo pero la regulación de los préstamos transfronterizos podría resultar muy compleja. Por ejemplo, no hay un marco europeo común para supervisar el «crowdfunding» y la Comisión Europea está todavía en el proceso de analizar el sector.

En otra línea, el desarrollo y crecimiento de esta alternativa de financiación también está siendo seguido de cerca por las autoridades financieras y los reguladores que por una parte entienden que aporta competencia y financiación en momentos complicados como el actual para la financiación empresarial y por otra temen que su crecimiento venga acompañado de riesgos de la mano de la participación de intermediarios financieros no bancarios sujetos a una regulación y supervisión de rango inferior.

MICROFINANCIACIÓN COLECTIVA ADAPTADA A LA INVERSIÓN BASADA EN ACCIONES («EQUITY-BASED CROWDFUNDING») O VALORES MOBILIARIOS («SECURITIES-BASED CROWDFUNDING»)

La microfinanciación colectiva en forma de acciones o participaciones en sociedades (equity-based crowdfunding) se basa en la participación de los inversores en el capital de sociedades mercantiles con el objetivo de conseguir rendimientos mediante beneficios repartidos o aumento del valor futuro de las acciones o participaciones.

La microfinanciación en forma de acciones es todavía un fenómeno incipiente pero ya a partir del año 2013 comienza a despegar en algunos países. El avance de la regulación, especialmente relevante en este ámbito del crowdfunding, es lento y está llevando a las plataformas a evaluar sus estrategias de forma pausada. Por ejemplo, una de las plataformas españolas especializada en acciones, «The Crowd Angel», anunció en 2014 la suspensión temporal de las nuevas operaciones para analizar el proyecto de ley presentado por el gobierno español que regulará el «crowdfunding» orientado a la inversión en



España. Desde su puesta en marcha en 2012, la plataforma ha financiado siete proyectos en los que 84 inversores han invertido 1,6 millones de euros. La aportación media de cada inversor por proyecto es de 12.000 euros.

Otro ejemplo, el de la plataforma británica Crowdcube lanzada en 2011, ha financiado 76 empresas en sus estadios iniciales para captar casi 15 millones de libras invertidos en acciones y procedentes de inversores que se han identificado a sí mismos como «sofisticados» o han pasado un test simple acerca de los riesgos de invertir en «start-ups». The Economist (2014) apunta que de los «50.000 inversores registrados en Crowdcube, 10.000 se autoidentifican como de elevada riqueza» y uno de los fundadores de la plataforma habla de que «somos la mayor red de business angels de Europa»

No obstante, la microfinanciación en forma de acciones levanta fuertes preocupaciones en el momento en que se está ampliando el público inversor como está sucediendo en los Estados Unidos de la mano de una regulación que reduce las restricciones a la venta de acciones de start-ups a inversores individuales. En términos agregados y en las economías occidentales, entre un 50-70% de las start-ups fracasan y esa estadística tendrá reflejo en las start-up que canalizan las plataformas de microfinanciación colectiva en forma de acciones. Y, adicionalmente, entre las experiencias actuales, los inversores no cuentan con vías de salida a través de ventas o salida a cotizar en mercados bursátiles. En suma, los proyectos que se han financiado en la mayor parte de los casos no han madurado todavía. El futuro dependerá de la calidad de los proyectos financiados a través de las plataformas y los rendimientos obtenidos por los inversores.

En cualquier caso, el denominado «equity crowdfunding» no está por el momento llamado a jugar un papel significativo en la financiación en forma de capital del conjunto de empresas, especialmente en el caso europeo. No obstante, como afirma la Comisión Europea, «puede responder a las necesidades de muchas pequeñas start-ups que no son capaces de gestionar el acceso a la financiación bancaria, al capital riesgo o no llegan a la etapa de una Oferta Pública Inicial de acciones previa a la cotización en un mercado de valores regulado o alternativo». FESE (2013) apunta que el «crowdfunding» en forma de acciones no es un sustituto de las Ofertas Públicas Iniciales de venta de acciones que están descendiendo en Europa desde el inicio de la crisis con las consecuencias negativas que esto tiene para las empresas europeas y para los mercados. No obstante, puede ser un elemento muy positivo para la financiación en general y para revivir las Ofertas Públicas Iniciales de venta de acciones en particular por las razones siguientes: «puede ayudar a completar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial, puede ayudar a construir una cultura accionarial europea fuerte y puede ayudar a revivir los ecosistemas locales de financiación necesarios para promover la Ofertas de acciones de las compañías de menor tamaño». Es importante, concluye la FESE (2013), que «el marco europeo del ‘crowdfunding’ sea consistente con los principios de la regulación de los mercados financieros europeos».

Ampliando el ámbito de la microfinanciación colectiva a otros valores mobiliarios («securities-based crowdfunding»), nuevas fórmulas están siendo exploradas por ejemplo en el ámbito de las emisiones de bonos corporativos de alto riesgo en el Reino Unido. Plataformas como la citada Crowdcube lanzaron recientemente emisiones de renta fija de dos cadenas de restaurantes bajo la forma de una especie de «mini-bonds», una de



ellas a cinco años con rentabilidades del 8%. No obstante, todavía son experiencias muy en sus inicios y las críticas apuntan a la falta de mercado secundario y riesgo elevado.

MICROFINANCIACIÓN EN FORMA DE ACCIONES: LA INFORMACIÓN DE LOS EMISORES

En el documento citado de CFA Institute (2014) dedicado al «crowdfunding» orientado a la inversión se identifican aspectos relevantes a la hora de desarrollar un marco regulatorio adaptado a las fórmulas relacionadas con la inversión en acciones. Por su interés resumimos algunos que tienen una especial incidencia en los emisores o propietarios de los proyectos que se difunden en la plataforma.

- Información previa a la suscripción. En la medida que inversores no profesionales pueden acceder e invertir en las plataformas de crowdfunding orientado a la inversión, los emisores deben proporcionar información adecuada. En muchas jurisdicciones las reglas para los folletos de emisión se aplican bastante por encima del tamaño medio de las operaciones en las plataformas. Por ejemplo, en el caso de la Unión Europea la directiva de folletos de emisión se aplica a emisiones que superen los 5 millones de euros en 12 meses. Son necesarios unos requisitos simplificados para las emisiones de pymes realizadas a través de plataformas de crowdfunding. Entre los elementos clave de la información difundida deberían estar un plan de negocio, los flujos de caja, los riesgos del proyecto, los compromisos financieros asumidos con personas vinculadas o inversores profesionales, las restricciones a los derechos de los inversores, la valoración, la liquidez, los acuerdos de accionistas, los retrasos en los proyectos, los conflictos de interés y la información financiera. En el ámbito de las obligaciones de información continua los emisores deben publicar informes periódicos y hacerlos llegar a los inversores en formato electrónico.
- Las plataformas deberían revelar su aproximación al due-diligence del proyecto, los riesgos principales, las tarifas y costes y los derechos de retirada de las ofertas. La importancia de una reputación creciente convierten la publicación de los datos agregados de las operaciones realizadas y los resultados obtenidos en formatos comparables en uno de los elementos más importantes.
- Mensajes estandarizados de alerta deben advertir sobre el nivel de riesgo, la ausencia de supervisores a la hora de revisar las ofertas, la potencial pérdida de la totalidad de lo invertido, la ausencia de cualquier tipo de garantías o las dificultades de salida de la inversión en los casos en los cuales sea de aplicación.
- Es necesario también mitigar los posibles conflictos de interés entre las plataformas, los propietarios de los proyectos, los inversores y otras partes vinculadas.
- Protección de los pequeños inversores. Los acuerdos entre accionistas deben hacerse públicos y la protección a los pequeños accionistas podría incluir cláusulas en las cuales en caso de venta de una participación mayoritaria los accionistas minoritarios podrán participar en la transacción.



LA PROPUESTA DE REGULACIÓN DE LAS PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING EN ESPAÑA

Hace varios meses, marzo de 2014, el Gobierno español presentó por primera vez un proyecto de regulación del régimen de las Plataformas de Financiación Participativa o «crowdfunding» orientado a la inversión y lo incluyó dentro de la futura ley de Fomento de la Financiación Empresarial, cuyo objetivo es hacer más accesible y flexible la financiación de las PYMES.

Se da así un paso adicional a los ya dados durante los últimos meses en pos de fomentar fórmulas alternativas a la financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas españolas, muy lastradas por su dependencia del crédito bancario, que ha tenido otro hito relacionado con el acceso a fórmulas colectivas de financiación en la puesta en marcha en 2013 de una plataforma de emisión y negociación de instrumentos de renta fija para Pymes, el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija).

El proyecto de Ley de Fomento de Financiación Empresarial regula la financiación a través de las plataformas de «crowdfunding», a las que la Ley denomina «Plataformas de Financiación Participativa», y a las que reserva la realización en exclusiva de esta actividad. El Proyecto establecen los requisitos que deben cumplir estas plataformas, las prohibiciones de la actividad, así como los requisitos de los promotores de los proyectos y los mecanismos de protección al inversor. A continuación figura un resumen de los aspectos más destacados de la regulación propuesta.

REQUISITOS EXIGIDOS A LAS PLATAFORMAS DE «CROWDFUNDING» EN EL PROYECTO DE LEY

El Proyecto de ley establece una serie de requisitos de registro, financieros y de información que deberán cumplir las plataformas de financiación participativa. Toda plataforma necesitará ser autorizada e inscrita en su registro correspondiente en la CNMV registrarse previamente al inicio de la actividad. La plataforma deberá tener un capital social igual o superior a 50.000 euros, o disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval u otra garantía equivalente que permita hacer frente a la responsabilidad por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional, con una cobertura mínima de 300.000 euros por reclamación de daños, y un total de 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones. Las plataformas deberán ofrecer una serie de información a sus clientes, entre otros, el funcionamiento de la plataforma, procedimientos para las quejas y su resolución, riesgos que comporta participar en préstamos o en la suscripción o compra de valores a través de la plataforma, datos sobre el promotor que emite los valores o capta financiación mediante préstamos, así como sobre los valores y préstamos.

PROHIBICIONES DE LAS PLATAFORMAS EN EL PROYECTO DE LEY ESPAÑOL

- Las plataformas de financiación participativa tendrán prohibido ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito.



- Realizar recomendaciones personalizadas a los inversores, conceder créditos o préstamos a los inversores o promotores, y asegurar la captación de los fondos a los promotores.
- Gestionar discrecional e individualizadamente las inversiones en los Proyectos de Financiación participativa, y establecer mecanismos de inversión automáticos.

Además, los administradores, empleados y demás personas vinculadas a la Plataforma no podrán realizar actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés, ni hacer uso inadecuado o divulgar indebidamente información confidencial. Tampoco podrán asesorar a otra persona para que participe en la financiación participativa de proyectos publicados a través de la Plataforma de Financiación Participativa.

REQUISITOS DE IDONEIDAD DE LOS PROMOTORES, LOS PRÉSTAMOS Y LOS VALORES EMITIDOS

Todo proyecto de plataforma de financiación participativa deberá estar válidamente constituido en España o en otro estado de la UE. En caso de proyectos de financiación vía préstamos, si el promotor es persona física deberá tener su residencia fiscal en España o otro estado de la UE. Los promotores, administradores o miembros de consejo no podrán estar inhabilitados conforme establece la Ley Concursal; ni podrán estar cumpliendo condena.

Los valores objeto de la emisión deberán respetar el régimen jurídico al que estén sometidos y en particular aquellas disposiciones que les sean aplicables de la Ley de Sociedades de Capital y de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. La Ley establece la información que los proyectos de financiación participativa deberán aportar sobre el promotor que emite valores o capta financiación.

PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN PROYECTOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

El Proyecto de Ley distingue entre inversores acreditados e inversores no acreditados. Los primeros son los institucionales, las empresas que superen determinados niveles de activo (un millón de €), cifra de negocio (dos millones de €) o recursos propios (300.000 €), y todas las personas físicas o jurídicas con niveles de renta superiores a los 50.000 € al año o con un patrimonio superior a 100.000 € y soliciten expresamente el tratamiento de inversor acreditado. Los inversores acreditados podrán invertir sin límites.

Los inversores no acreditados, por su carácter minorista, tendrán límites anuales a la inversión: 3.000 € por proyecto publicado por una misma Plataforma, 10.000 € en un periodo de 12 meses en el conjunto de los proyectos publicados por una misma Plataforma.

El inversor debe recibir y aceptar una comunicación en la que se le advierte de una serie de riesgos y circunstancias de la inversión en la que destaca lo siguiente: que ni el proyecto ni la emisión de valores es objeto de autorización ni supervisión por la CNMV



ni el Banco de España; la existencia de riesgo total o parcial del capital invertido y, por último que el capital que se invierta no está garantizado por el fondo de garantía de inversiones ni de depósitos.

CONCLUSIONES

La alianza de la tecnología y los esquemas de comunicación social con la imparable tendencia hacia un ecosistema de financiación empresarial más resistente y diversificada abre ámbitos con gran potencial que ya están afectando a los modelos tradicionales de financiación bancaria y no bancaria. Si bien el «crowdfunding» tiene un origen muy ligado al mecenazgo, están emergiendo con fuerza fórmulas adaptadas a la inversión en forma de préstamos (loan-based crowdfunding) o participación en capital (equity-based crowdfunding) que se presentan como una oportunidad a tomar en consideración por un colectivo importante de empresas a la hora de financiar proyectos novedosos o con riesgo más elevado.

El acceso a la microfinanciación colectiva con componente financiero (préstamos, acciones o incluso bonos) facilita el acceso de un número importante de empresas a mecanismos colectivos de financiación con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y amplio. Puede ayudar también a construir y mejorar la cultura accionarial y a ampliar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial sobre todo de empresas de tamaño mediano y pequeño. El potencial futuro del «crowdfunding» dependerá de la calidad de los proyectos financiados a través de las plataformas y los rendimientos obtenidos por los inversores.

En el momento actual se están desarrollando en todo el mundo marcos regulatorios específicos para el «crowdfunding». En esta línea, el Gobierno español presentó en el primer trimestre de 2014 un proyecto de legislación para regular lo que denomina «plataformas de financiación participativa» orientadas a la inversión con el objetivo de ampliar las alternativas de financiación empresarial. Su aprobación definitiva se esperaba para el 4º trimestres de 2014.

REFERENCIAS

- CFA INSTITUTE (2014). «Issue Brief: Investment-Geared Crowdfunding». March 2014.
- COMISION EUROPEA (2014). «Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la financiación a largo plazo de la economía europea». *COM (2014) 168 final*. Bruselas, 27.3.2014.
- COMISION EUROPEA (2014). «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea». *COM (2014) 172 final*. Bruselas, 27.3.2014.



- CROWDFUNDING EQUITY REPORT (2012). «Market Trends, Composition, and Crowdfunding Platforms». Massolutions, Mayo 2012. www.crowdsourcing.org.
- FESE (2014). «Response to the consultation document «Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potencial EU action». Federation of European Exchanges. http://www.fese.eu/_mdb/posdocs/FESE%20Response_Crowdfunding_final.pdf
- FINANCIAL TIMES (2014). «The wisdom of crowds». 20 mayo 2014.
- GUZMAN, I (2014). «El crowdfunding, una alternativa de financiación en tiempos de crisis». Revista AECA, nº 106. 2014
- MINISTERIO DE ECONOMIA Y COMPETITIVIDAD (2014). Anteproyecto de Ley de fomento de la actividad empresarial. http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2014/140228_sleg6607.pdf
- THE ECONOMIST (2013). «Equity crowdfunding. Cream of Devon». 2 noviembre 2014. Pag. 67.
- TUESTA, D. (2014). «Nuevos actores en la banca digital». Diario Expansión. 11 julio 2014.
- WIKIPEDIA (2012). Crowdfunding. <http://es.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding>.



FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) es el centro de opinión y de pensamiento del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). Dedicar su esfuerzo y recursos a la investigación, formación y opinión independientes, sin ánimo de lucro y con el compromiso de trabajar a favor de un ejercicio leal de la libertad económica fundamentado en la eficacia, la transparencia y la ética.

La Fundación ha conseguido la integración en su Patronato de un sólido grupo de empresas e instituciones que representan a una parte muy significativa de la sociedad civil económica y financiera, convirtiéndose en uno de los centros de pensamiento de referencia del mundo financiero español.

Es una fundación privada, constituida el 20 de diciembre de 1991 e independiente de las empresas que la financian y de la Administración Pública. Su misión esencial es generar ideas, temas de debate y propuestas de solución sobre diferentes aspectos de la realidad económica y financiera nacional e internacional que puedan resultar útiles a la empresa privada, mundo académico, responsables políticos, medios de comunicación y opinión pública.

CÍRCULO DE EMPRESARIOS

El Círculo de Empresarios es una asociación empresarial no lucrativa de ámbito nacional creada en 1977 con el objetivo de fomentar el libre mercado, la libre empresa y el espíritu emprendedor. Promueve, asimismo, el reconocimiento de la figura del empresario como generador de riqueza, empleo y bienestar social.

La asociación está integrada por dos centenares de altos directivos y propietarios de las principales empresas que operan en España. Financia sus actividades exclusivamente con las cuotas de sus socios, lo que le otorga una absoluta independencia de todo tipo de poderes.

El Círculo actúa como centro de pensamiento (think tank), promoviendo estudios, publicaciones y debates de ámbito socioeconómico desde una perspectiva empresarial. Formula, con regularidad, propuestas para mejorar la política económica en favor del progreso y del desarrollo.

También opera como centro de encuentro entre sus socios y otras personalidades e instituciones con las que comparte preocupaciones similares en torno a la economía y la sociedad. Asimismo desarrolla una serie de programas de colaboración social con distintos colectivos, como parlamentarios, jueces y magistrados, diplomáticos, técnicos comerciales y economistas del Estado, y universitarios de cara a un mejor entendimiento del papel de la empresa en la sociedad actual.

