



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 transcurrido 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 (MARE), 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 MARE, 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.