



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.