

Jaime Carvajal Hoyos\*

Ignacio de la Torre Muñoz de Morales\*\*

# LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA POR EL MERCADO DE CAPITALES

*El sistema empresarial español destaca por su escasa utilización de los mercados de capitales, empleando fundamentalmente financiación bancaria. La crisis de crédito ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de las economías que tradicionalmente se han financiado por bancos, frente a aquellas que han sabido diversificar sus fuentes de financiación. Este estudio realiza un análisis de la estructura de la financiación corporativa española, y ofrece una explicación del papel en la misma del mercado de capitales, señalando las ventajas que supondría para la economía española un mayor empleo del mercado de capitales como fuente de financiación de la empresa española, especialmente la empresa pequeña y mediana.*

**Palabras clave:** fuentes de financiación, instituciones financieras, mercado de capitales, pymes, desarrollo económico.

**Clasificación JEL:** D53, G32.

## 1. Entorno macro: porqué la financiación por mercado de capitales es clave para el crecimiento económico

La crisis de crédito ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de las economías que tradicionalmente se han financiado por bancos, en contraste con aquellas que han sabido diversificar sus fuentes de

financiación. Este hecho ilustra una parte de los desafíos que afronta la economía de la zona euro, y especialmente la española, cuando la comparamos con economías como la de EE UU o la del Reino Unido. Si bien estos últimos dos países han sido capaces de recuperar su nivel de producción anterior a la crisis, a la fecha de este artículo la mayoría de las economías de la zona euro, y especialmente la de España, están todavía a un largo camino. Las empresas de EE UU y el Reino Unido se financian en su mayor parte en los mercados de capitales, en tanto que las empresas de la Europa continental, y

---

\* Grupo Arcano.

\*\* IE Business School.

sobre todo de España, se financian principalmente a través de bancos. Ante un escenario de deflación de activos, crisis económica y crisis bancaria (fenómenos concatenados y bien predichos por Hyman Minsky (Minsky, 1992)), la enorme contracción crediticia resultante provoca que muchas empresas solventes resulten ilíquidas, y la iliquidez conlleve la insolvencia, lo que agrava el impacto en el PIB y en el empleo.

Exponemos en este apartado los motivos por los que resulta estratégicamente atractivo para un país diversificar fuentes de financiación bancarias hacia fuentes de financiación por el mercado de capitales:

— Primero: la diversificación de las fuentes de financiación reduce el riesgo de una contracción económica asociada a una crisis bancaria, ya que las empresas con fuentes de financiación diversificadas procederán a emitir más bonos en el caso de que la banca esté contrayendo el crédito.

— Segundo: la garantía implícita que el soberano, a través del contribuyente, extiende sobre los pasivos bancarios, no existe en el caso de los bonos, luego una diversificación de fuentes de financiación contribuye a reducir los pasivos contingentes del contribuyente y por lo tanto del soberano.

— Tercero: como consecuencia de la implementación de Basilea III, la duración de los préstamos bancarios se ha acortado drásticamente, hasta alcanzar duraciones medias inferiores a cuatro años. Por su parte, la duración media de los bonos se sitúa en siete años. Una empresa tendrá propensión a invertir si puede equilibrar la duración de los activos invertibles (como una fábrica) con la duración de los pasivos. La reducción de los pasivos bancarios es una causa directa de la contracción de las inversiones como tanto por cien de PIB en la economía europea y española. La irrupción del mercado de capitales puede atenuar esta tendencia y fomentar las inversiones y, por lo tanto, el empleo (G30, 2013).

— Cuarto: el crecimiento del PIB no viene dado por el stock de crédito, sino por el flujo de nuevo crédito.

La apertura de la financiación del mercado de capitales permite poner en circulación enormes masas de dinero proveniente de fondos de inversión, de aseguradoras y de fondos de pensiones, provocando el efecto de que el nuevo crédito otorgado (bancario y vía mercados) entre en tasas positivas (aunque el stock continúe cayendo como consecuencia de la amortización de los créditos bancarios históricos). Dicha reversión en el flujo del nuevo crédito ayuda a acortar la duración de una recesión económica y bancaria, y acelera el crecimiento una vez que el PIB entra en fase expansiva.

— Quinto: Basilea III no solo ha supuesto una reducción de la duración de los pasivos bancarios, sino que ha endurecido el consumo de capital achacable a un préstamo al sector privado, en especial a la pyme. Esto ha supuesto una enorme contracción crediticia en el segmento más clave para la creación de empleo. La apertura del mercado de capitales permite aliviar la tensión generada por Basilea III y contribuir a acelerar la creación de empleo.

— Sexto: en un escenario de contracción crediticia provocado por una crisis bancaria como la vivida en España desde 2007 tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, un sistema bancario con enormes desequilibrios en su estructura de liquidez (relación entre préstamos y depósitos superior a 1,5 veces) procede a reducir su cartera crediticia de una forma a veces descontrolada para equilibrar su ratio de liquidez. Cuando dicho proceso lo llevan a cabo la mayoría de entidades bancarias al mismo tiempo, puede provocar que compañías solventes, no afectadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria, vean de súbito cortadas sus líneas de financiación, lo que puede provocar que la iliquidez conlleve la insolvencia, lo que a su vez incrementa la morosidad. Si las empresas tienen acceso al mercado de capitales se podría contener la morosidad empresarial de las empresas más sanas, lo que aliviaría el impacto en fondos propios de la banca.

Estos puntos abren la reflexión estratégica de una empresa sobre la conveniencia de diversificar las fuentes de financiación. Como queda evidente en

estas líneas, creemos que también debería ser objetivo del *policy maker* dadas las externalidades positivas que genera en una economía.

### **Financiación por mercado de capitales: en qué consiste y qué instrumentos son los más representativos**

En este artículo vamos a exponer cómo los mercados de capitales pueden contribuir positivamente a financiar una economía, especialmente a su segmento empresarial. Se denomina financiación por mercado de capitales toda aquella que tiene como objeto instrumento del crédito un título valor cotizado en mercado, en contraposición a un crédito instrumentado en un préstamo no cotizado. En ocasiones la financiación por mercado de capitales puede ser pareja a la financiación bancaria, ya que los títulos valores pueden ser comprados por la banca como agente inversor, esta fórmula es muy empleada en EE UU, especialmente en su sistema hipotecario (Gozzi *et al*, 2009). A la inversa, puede ocurrir que inversores tradicionales de mercado de capitales, como fondos de inversión o aseguradoras, participen financiando a compañías a través de un préstamo no bancario, fenómeno conocido como préstamo directo o *direct lending*. La financiación por mercados también puede producirse a través de fondos propios (bolsa si es una empresa cotizada que amplía capital mediante la emisión de nuevas acciones, o capital riesgo si no lo es), así como por instrumentos híbridos (que presentan características mixtas entre fondos ajenos y propios, aunque su comportamiento se acerca más a los fondos propios, por lo que los incluimos en dicha sección). No obstante los instrumentos de deuda son, con diferencia, los más relevantes por dimensión en lo que a flujo de nuevo crédito respecta (McKinsey Global Institute, 2011).

En este apartado exponemos cuáles son los principales instrumentos de financiación empresarial en el mercado de capitales.

#### *Instrumentos de deuda*

- **Bonos corporativos.** Un bono corporativo es un préstamo instrumentado a través de un título valor denominado bono, que cotiza en un mercado y que paga un cupón determinado. Los bonos pueden pagar un cupón fijo o variable, y en general suelen hacer frente al pago del principal en su vencimiento (los bonos que amortizan su principal son muy escasos, y se llaman «amortizables»). Los bonos pueden estar garantizados por un activo concreto o no. Si lo están se llaman *secured*. A su vez, los bonos empresariales se distinguen en dos grandes categorías, aquellos que poseen una calificación crediticia llamada de «grado de inversión» (hasta BBB-) y aquellos que se denominan de «alto rendimiento», o *high yield* en inglés, a partir de BB+. Generalmente estos últimos suelen ser BB o B, y en muy raras ocasiones CCC (Jerring y Chatusripitak, 2000).

- **Bonos de proyecto.** Son bonos emitidos para financiar una infraestructura existente (que se llamaría *brownfield*) o bien nueva (*greenfield*), de forma que los flujos de caja que generen dicha infraestructura sirvan a los intereses y al principal del bono (Allen *et al.*, 2012). En el caso de que la infraestructura quiebre o no pueda hacer frente al pago de su deuda, no cabe recurso contra la entidad que ha construido u opera dicha infraestructura. Es el equivalente en mercados al *Project finance*.

- **Titulizaciones y cédulas.** Una titulización es el resultado de ceder a una entidad (*special purpose vehicle*) las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. Los bonos pueden ser todos de una misma clase (*unitranche*) o bien de diferentes clases (*multitranchise*). Las titulizaciones han sido muy importantes para financiar todo tipo de activo, incluyendo alquileres de coches, hipotecas o préstamos de estudiantes. Una cédula (*covered bond*) es un bono emitido por una entidad bancaria y respaldado por un activo. En España se han empleado para emitir bonos

respaldados por hipotecas, de forma que el adquirente de dicho título disfruta de dos garantías, el activo que subyace al bono, y en caso de impago, el recurso contra la entidad bancaria que tiene que honrar su pago (de hecho nunca ha habido un impago de una cédula española). En una titulización solo hay un único recurso sobre el activo subyacente, no contra el cedente, de ahí que en el caso de una cédula el pasivo figure en el balance de un banco (Greenwood y Smith, 1997), y en el caso de una titulización generalmente no.

- Deuda privada. Cuando un agente del mercado de capitales, como un fondo de inversión, un fondo de inversión libre (*hedge fund*) o una aseguradora, otorga un préstamo (en formato no título valor) a una empresa, se denomina *direct lending*. En España este fenómeno se ha desarrollado desde 2012 con importantes operaciones, y en la actualidad se han constituido varios fondos de «deuda privada» para poder realizar préstamos directos. Dichos préstamos pueden situarse en niveles muy diversos de la estructura del pasivo de una empresa (los más seguros se denominan *senior*, los intermedios *mezzanine*, los *junior* se denominan subordinados) (Denis y Mihov, 2003). Si el préstamo contiene elementos híbridos, dada la difícil situación de la empresa prestataria (posible conversión de una parte del préstamo en capital), entonces el préstamo directo se denomina *rescue finance*.

#### *Instrumentos de financiación por mercados de fondos propios*

- Bolsa. Las empresas pueden obtener financiación de recursos propios a través de la bolsa, bien a través una salida a bolsa realizada mediante acciones nuevas, o bien mediante una ampliación de capital por parte de una compañía ya cotizada. Las empresas cotizadas pueden emitir bonos convertibles en acciones, instrumentos que combinan características de renta fija con los de renta variable (Gozzi *et al.*, 2012). También pueden emitir bonos convertibles en acciones de una compañía distinta de la que la entidad emisora

posee acciones. En este caso se denomina un bono *exchangeable*.

- Capital riesgo. En castellano se traduce como capital riesgo dos fenómenos distintos que presentan terminología diferenciada en inglés. Así, *private equity* es la financiación de empresas de dimensión mediana, con flujos de caja estables, con una combinación de fondos propios (que aporta la entidad de *private equity* o *sponsor*) y una dimensión de deuda en función del riesgo de la compañía financiada. El *private equity* suele actuar tomando la mayoría en las empresas, aunque en ocasiones invierte en minorías. A su vez, el *venture capital* representa sobre todo la financiación de compañías en un estado de vida más inicial (*early stage*), generalmente adscritas a sectores de conocimiento (tecnología, biotecnología), y en el que solo se emplea elementos de fondos propios (en contadas ocasiones se emplea deuda convertible, en cuyo caso se llama *venture debt*), muchas veces en minoría (Berger y Udell, 1998).

#### **Relevancia de los mercados de capitales para la financiación de la empresa mediana**

El desarrollo de los mercados de capitales como mecanismo de financiación para la empresa mediana española, es una de las asignaturas pendientes en nuestro país. Sin embargo estamos ante una gran oportunidad para que se desarrollen, debido, precisamente, a la profunda crisis financiera que hemos pasado estos años y a la necesidad que tienen las empresas de recuperar capacidad de financiación ajena en el contexto de la incipiente recuperación económica.

¿De dónde partimos? ¿Cuál es el marco actual de la financiación empresarial en España en relación a países de nuestro entorno? En abril del año 2013, durante la reunión anual de Apollo, del fondo de capital riesgo norteamericano, hubo una intervención de Larry Summers (ex Secretario del Tesoro de EE UU) en la que, entre otras cosas, dijo que tenía mucha más confianza en la capacidad de EE UU para salir de la

crisis y generar crecimiento que en la de Europa, entre otras razones (había varias) por el dinamismo y flexibilidad de su sistema financiero.

Los datos son desde luego implacables. En dos economías de tamaño similar (16 billones de dólares EE UU, por 18 billones de dólares zona euro)<sup>1</sup> hay dos sistemas financieros completamente diferentes: si en EE UU los activos de los bancos ascienden a 13 billones de dólares<sup>2</sup>, en la zona euro el tamaño de los activos bancarios es de 59 billones de dólares<sup>3</sup>, es decir, cuatro veces más (si bien es verdad que una parte de los activos de los bancos europeos está destinada a inversión en países fuera de la zona euro). En sentido opuesto, el tamaño de los mercados de capitales en EE UU es de 15 billones de dólares mientras que en la zona euro son de cuatro billones de dólares<sup>4</sup>. Es decir, en EE UU el tamaño de los bancos es similar al tamaño total del mercado de capitales mientras que en la zona euro el tamaño de los bancos es casi 15 veces mayor que el tamaño de los mercados de capitales. Por tanto, el sistema financiero americano (y, por tanto, la economía americana) tiene dos «flotadores» a los que recurrir ante una crisis financiera, mientras que la zona euro depende de manera casi exclusiva de la salud de sus bancos. Esta menor dependencia de la banca hace que la economía de EE UU absorba mucho mejor los *shocks* derivados de problemas de liquidez o solvencia de los bancos, porque puede apoyarse en inversores institucionales que están mucho menos apalancados que los bancos (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión, grandes patrimonios) para proveer de liquidez a las empresas mediante la emisión de bonos o pagarés.

Mirando ahora directamente al balance financiero de nuestras empresas, la diferencia es todavía más

impresionante, sobre todo si nos fijamos en España. Según un estudio de McKinsey & Company con datos de diciembre de 2011<sup>5</sup> el pasivo financiero de las empresas no financieras de España que facturaban más de 500.000.000 de dólares era en un 7 por 100 bonos o pagarés y en un 93 por 100 préstamos bancarios mientras que en EE UU esa ratio era más que la inversa: 99 por 100 es mercado de capitales y solo 1 por 100 son préstamos bancarios. Y España compara mal con cualquier otro país de Europa. En Francia, las grandes empresas tienen un 64 por 100 de su pasivo financiero en bonos, en Italia la cifra es un 32 por 100. Aunque en los últimos años se haya podido revertir en cierta medida esta situación, todavía queda mucho camino por recorrer.

¿Por qué tenemos esta dependencia tan grande? Se podría decir que hemos tenido un sistema bancario «demasiado competitivo», si se nos permite la expresión. La capacidad que ha tenido la banca de financiarse a tipos muy bajos y la intensísima competencia en el mercado (con las cajas como protagonistas) provocó que la banca concediera préstamos a las empresas españolas (grandes y pequeñas) a tipos y márgenes muy bajos, haciendo imposible que los mercados de capital fueran atractivos para las empresas.

Por suerte, esto ha cambiado y de manera radical, como resultado de la crisis financiera y específicamente de la crisis que han sufrido los bancos y sobre todo las cajas de ahorro. El sistema financiero español está pasando por dos procesos intensos y de calado a la vez. Por un lado, el sistema en su conjunto está inmerso en un proceso de desapalancamiento muy serio, fruto tanto de la necesidad de purgar los excesos de los años 2002-2008 como de un entorno regulatorio más restrictivo (Basilea III).

Pero a la vez hemos vivido un proceso de consolidación de la industria bancaria sin precedentes por la velocidad y la intensidad (las poco más de una docena de entidades financieras relevantes hasta hace cinco

<sup>1</sup> Fuente de ambos datos: Banco Mundial, 2013

<sup>2</sup> Fuente: Reserva Federal de EE UU

<sup>3</sup> Banco Central Europeo, 2013

<sup>4</sup> Fuente de ambas cifras: Industria de Valores y Asociación de Mercados Financieros

<sup>5</sup> «Mapping Global Capital Markets – 2011» McKinsey Global Institute

años eran cerca de 50 instituciones diferentes). Era impensable hace solo tres años que en 2014 las cajas de ahorros prácticamente ya no existan. Todo ello hace que el crédito bancario sea más escaso y más caro. Es verdad que hoy los bancos tienen un nivel de liquidez elevado y que están en niveles de capital razonables, aunque su capacidad para otorgar créditos de largo plazo sigue siendo constreñida. Pero estamos convencidos de que las necesidades de financiación para proyectos y empresas solventes serán mayores cuanto más avanzados estemos en el proceso de crecimiento de la economía, que ya se está iniciando y de que las limitaciones regulatorias no van a relajarse en absoluto en los próximos años. Por tanto, parece más que probable que la oferta de crédito de los bancos no será capaz de satisfacer la probable demanda de crédito, un desequilibrio que será más severo en financiación de largo plazo, y que por lo tanto es esencial que las empresas (sobre todo grandes y medianas) encuentren vías de financiación que no dependan del balance de los bancos como hasta ahora.

Los mercados de capitales dedicados a empresas, tanto para el caso del crédito como de la financiación vía fondos propios, han estado en sus orígenes siempre más enfocados a las grandes corporaciones que a las medianas o, por supuesto, las pequeñas empresas. Las principales razones para que esto sea así tienen que ver con tres factores fundamentales relacionados con restricciones de los inversores:

— *Liquidez*: la liquidez de una emisión es uno de los factores clave para la inversión de muchos de los inversores, tanto institucionales como privados. Si bien la liquidez es importante para inversores tanto en renta variable como en renta fija como ahora veremos, es singularmente relevante en los mercados de renta variable, ya que la única manera de recuperar el capital invertido es vender las acciones en el mercado secundario (excepción hecha de ventas realizadas en el marco de una Oferta Pública de Adquisición). En el caso español, la liquidez diaria es una condición necesaria para muchos de los inversores institucionales (sociedades y fondos

de inversión, fondos de pensiones) pues el regulador les exige una valoración diaria de sus activos para obtener un valor liquidativo diario del fondo o sociedad de inversión. La liquidez es menos importante en el caso de las compañías de seguros o de los inversores privados pero aun así es un factor clave en la toma de decisión de un inversor. La liquidez es directamente proporcional al tamaño de una emisión de bonos o al *free float* de una sociedad cotizada por lo que los inversores antes mencionados tendrán reticencias estructurales para la compra de bonos o acciones emitidas por compañías medianas o por supuesto pequeñas, que por definición tendrán un menor tamaño que las emisiones de empresas grandes.

— *Transparencia*: junto con la liquidez, los inversores necesitan un alto grado de transparencia a la hora de tomar una decisión de inversión. Al igual que en el caso de la liquidez, hay incluso obligaciones regulatorias en el marco de la transparencia, como por ejemplo exigencias de auditorías o de *ratings* en los bonos o de comunicación al regulador de hechos relevantes. Las empresas medianas son en su gran mayoría empresas propiedad de una familia o de un grupo de socios particulares y generalmente no están acostumbradas a elaborar una información recurrente de alta calidad para sus inversores o incluso para sus acreedores financieros (generalmente bancos con los que la relación permite una comunicación mucho más informal y desestructurada que sería necesaria para comunicarse con un mercado abierto). De hecho, la tendencia natural de los gestores y propietarios de estas empresas es evitar al máximo dar información a terceros de sus resultados, ante el temor de que la información pueda ser accesible a clientes, proveedores, accionistas minoritarios o competidores. Esta natural falta de transparencia, junto con deficiencias en el gobierno corporativo de estas empresas (tanto en la gestión operativa como en el Consejo de Administración), es algo que los inversores rechazan para invertir en una empresa y es otro de los factores limitantes a la hora de que las empresas medianas accedan a los mercados de capitales.

— *Costes regulatorios*: estas exigencias de liquidez y transparencia tienen como consecuencia, por el lado de los emisores, unos costes relevantes de gestión para cubrir las necesidades de los reguladores que rigen las emisiones en los mercados bursátiles o en los mercados de renta fija, incluyendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP). Los costes que los mercados de capitales tradicionales suponen para las empresas pueden ser poco relevantes para las grandes empresas, pero mucho más importantes en términos relativos para las empresas medianas ya que la reducción de dichos costes no es en absoluto proporcional al tamaño de la empresa. Este es uno de los factores que ha hecho que muchas compañías medianas no hayan accedido en el pasado a los mercados de capitales.

Por tanto, es esencial entender estas dinámicas para permitir que las empresas medianas puedan plantearse acudir a los mercados de capitales, bien sean bursátiles o de bonos. Como veremos en el siguiente apartado, esta ha sido la motivación principal para la creación en los últimos años en España (siguiendo algún modelo ya implantado en otros mercados europeos y norteamericanos) de mercados alternativos, tanto de renta variable (el Mercado Alternativo Bursátil, o MAB) como de renta fija (el Mercado Alternativo de Renta Fija, o MARF), en este último los autores hemos participado en su diseño y puesta en marcha.

## 2. Entorno micro: la irrupción de los mercados de capitales en la financiación española

Hasta bien entrada la crisis eran una excepción las empresas españolas que habían decidido acudir a los mercados bursátiles o a los mercados de renta fija para financiarse. La preponderancia de los bancos y las cajas de ahorros en su financiación era tremendamente elevada, tanto en la financiación ajena como incluso en la propia, debido a que las cajas habían tomado un elevado número de participaciones accionariales

CUADRO 1  
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL, 2012  
(Total % PIB)

Pais	
Alemania .....	70
España .....	75
Estados Unidos .....	115
Francia .....	45
Italia .....	24
Japón .....	62
Reino Unido .....	123

FUENTE: Banco Mundial, 2012.

en empresas españolas medianas y grandes. Es increíble pensar que hasta enero de 2013 una empresa del tamaño, solvencia y necesidades de financiación como Ferrovial no había emitido bonos corporativos. Pero ni siquiera los mercados bursátiles, donde hay más tradición, suponían un porcentaje relevante del PIB comparado con los países de nuestro entorno (Cuadro 1).

Como antes hemos mencionado, si bien la situación de nuestros mercados de capitales no es muy distinta, en términos absolutos, de donde estábamos antes de la crisis bancaria, no cabe duda que las cosas están cambiando. Desde el punto de vista de las grandes empresas, es necesario resaltar el elevado número de emisiones nuevas que se han producido en los últimos dos años, en los que han emitido bonos por primera vez 22 empresas españolas, incluyendo 15 nuevos emisores en mercados de *high yield* o no tradicionales (Cuadro 2). Hay que recordar que a finales de 2012 había tan solo 13 empresas no bancarias con bonos cotizando en el mercado.

Si bien estas cifras en términos absolutos son todavía relativamente menores, evidentemente no lo son, en términos relativos, a lo que había en el mercado hasta

**CUADRO 2**  
**EJEMPLOS DE EMISIONES DE COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS**  
**EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES**

Emisor	Cupón (%)	Plazo (años)	Divisa	Fecha de emisión	Importe (millones de euros)	Rating
NH Hoteles .....	6,87	6	Euros	08-11-13	250,0	B
Empark .....	6,75	6	Euros	18-12-13	235,0	BB-
Port Aventura .....	7,25	7	Euros	19-12-13	270,0	B-
Port Aventura .....	Eurb+562 pb	6	Euros	19-12-13	150,0	B-
Copasa .....	7,50	5	Euros	19-12-13	50,0	BB
Grifols .....	5,25	8	Dólares	05-03-14	1.000,0	B+
Grupo Antolín .....	4,75	5	Euros	11-03-14	400,0	Ba3
Almirall .....	4,62	7	Euros	11-03-14	325,0	BB-
Isolux .....	6,20	7	Euros	13-03-14	600,0	B
Enagás .....	2,50	8	Euros	27-03-14	750,0	BBB+
Aldesa .....	7,25	7	Euros	27-03-14	250,0	B
Tecnocom .....	6,50	5	Euros	31-03-14	35,0	BB+
Redexis Gas .....	2,75	7	Euros	01-04-14	650,0	BBB-
Elecnor (pagarés) .....	2,50	1	Euros	01-04-14	100,0	nr*
Tubacex (pagarés) .....	2,50	1	Euros	25-05-14	29,9	nr*
Europac (pagarés) .....	2,15	1	Euros	17-06-14	50,0	nr*
Ortiz Cons. ....	7,00	5	Euros	17-06-14	50,0	BB
DIA .....	1,50	5	Euros	22-07-14	50,0	BBB-
EYSA .....	6,87	7	Euros	23-07-14	75,0	BB+
Acerinox .....	5,00	5	Euros	25-07-14	50,0	nr
Audax Energía .....	5,75	5	Euros	29-07-14	21,0	BB+

NOTA: \*Axesor Rating ha calificado esta emisión con un informe de solvencia positivo.

FUENTE: Bloomberg, Facset. Agosto 2014.

entonces ni tampoco en términos marginales del crecimiento del crédito bancario (que de hecho ha sido negativo en 2012 y 2013), lo que nos parece una gran noticia.

Parece claro que esta tendencia está aquí para quedarse. Por un lado, por la creciente demanda de los inversores que buscan obtener rentabilidades atractivas en sus inversiones, dado el bajísimo entorno de tipos de interés en el que nos encontramos. En este sentido, el fenómeno del crecimiento de demanda de los inversores en los mercados de renta fija es igualmente relevante en el conjunto de Europa e incluso en EE UU. Este incremento de demanda hace que las emisiones se lleven a cabo en condiciones muy favorables para

los emisores. A la mejora sustancial de las condiciones de los mercados de crédito para los emisores, se le une en el caso español la reducción de las opciones de financiación de las empresas, al tener menos bancos a los que acudir y con un apetito de riesgo cuando menos incierto todavía hoy. Por tanto, nuestra predicción es que los mercados de capitales internacionales se convertirán en una fuente de financiación estable para empresas grandes e incluso medianas (en este caso generalmente a través de emisiones en los mercados de *high yield*).

Si bien esta tendencia parece clara para las empresas grandes, no es tan fácil que se produzca en el

caso de las empresas medianas por las razones que se han comentado en el apartado anterior. Pero es además imperativo que eso cambie, dada la importancia que tiene para nuestra economía conseguir fortalecer nuestras empresas medianas que hoy tienen un peso en nuestra economía mucho menor que en países como Alemania (nosotros tenemos demasiadas empresas pequeñas)<sup>6</sup>. Y son las empresas medianas las que tienen, por un lado, la capacidad de inversión para ser capaces de innovar y competir en los mercados internacionales y, por otro, la flexibilidad para adaptarse mejor que las grandes a cambios en sus mercados.

Es en ese contexto en el que el Gobierno ha lanzado varias iniciativas para apoyar la financiación de las empresas medianas. La primera de estas iniciativas, la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), surgió para dar respuesta a la necesidad de simplificar los requisitos regulatorios, tanto en el momento de la salida a bolsa como durante toda la vida bursátil de la empresa. El MAB nació en un momento complicadísimo de los mercados (2008) y, si bien ha habido un número razonable de empresas que han salido a cotizar en estos años tan complicados (un total de 24 empresas), es necesario dar un nuevo empujón a este mercado para evitar que empresas medianas de alta calidad no puedan usarlo como mecanismo de captación de financiación permanente.

Las dos iniciativas más recientes de financiación no bancaria, con las que los autores de este artículo hemos estado directamente involucrados, han sido el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y el lanzamiento del programa Fond-ICO Global, dedicado a invertir en fondos de capital riesgo que a su vez inviertan en empresas españolas. Si bien esta última está teniendo un importante éxito en su primer año de vida con más de 445.000.000 de euros ya comprometidos en fondos de capital riesgo y fondos de deuda, nos centraremos en el MARF dada la especial

relevancia que esperamos pueda tener en el acceso a los mercados de capitales de las empresas medianas españolas.

Los objetivos que se perseguían con la creación del MARF fueron de dos tipos: por un lado, dar satisfacción a las necesidades de liquidez y transparencia que exigían los inversores institucionales (y en menor medida los inversores privados) a los que antes hemos hecho mención. Por otro lado, y casi de manera opuesta a lo anterior, asegurar que la complejidad y los costes de la emisión y del mantenimiento de la emisión fueran razonables. Para conseguir que esto fuera así, hubo necesidad de realizar cambios legislativos (incluyendo la eliminación de la prohibición a empresas no cotizadas para emitir deuda más allá del importe del capital social), pero también realizar varias sesiones de trabajo con los reguladores (CNMV, DGSFP y también Banco de España), así como sesiones de trabajo con inversores de diferentes tipos, incluyendo las asociaciones de inversores tales como INVERCO o UNESPA.

El resultado ha sido que en los primeros diez meses de vida del mercado se han producido ocho emisiones por un importe de 341.000.000 de euros, con una evolución hasta ahora favorable en el mercado secundario de todas las emisiones.

Resumiendo, hay que afirmar sin duda alguna que los mercados de capitales son una realidad creciente en nuestro sistema financiero, y nuestra predicción es que el crecimiento de la financiación no bancaria va a ser muy relevante en los próximos años: estimamos que entre 2014 y 2020 la financiación no bancaria crecerá a ritmos cercanos al 20 por 100 anual, alcanzando al final de ese período un volumen próximo al 20 por 100 del PIB nominal de entonces, con una cuota del mercado de financiación corporativa de cerca del 30 por 100 (hoy es el 11 por 100).

Este incremento se deberá sobre todo al continuo crecimiento de los mercados de renta fija en sus diferentes formas (incluyendo titulizaciones, por ejemplo), y será clave que el Gobierno mantenga su política, hasta ahora intachable, de asegurar que existan los

<sup>6</sup> Fuente: Comisión Europea. 2012

incentivos y se eliminen las trabas para hacerlo atractivo tanto para inversores como emisores. Debemos tomar ejemplo de lo que ocurrió en EE UU en los años setenta, durante los cuales, en plena crisis del petróleo, se crearon los mecanismos para que se desarrollaran con un éxito espectacular el mercado de *High Yield*, que es hoy una pieza absolutamente esencial como alternativa de financiación de las empresas medianas norteamericanas.

### 3. Conclusiones: desafíos para el desarrollo de los mercados de capitales como instrumento de financiación corporativa

En este artículo hemos expuesto cómo los mercados de capitales pueden contribuir positivamente a mitigar recesiones y a acelerar expansiones económicas. Aunque en los últimos dos años se han realizado importantes reformas en España y en la zona euro para facilitar la irrupción de los mercados de capitales, existen aún importantes puntos pendientes a desarrollar:

— Primero: las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones están llamados, por la naturaleza de sus pasivos (que son de larga duración), a ser los grandes protagonistas en la financiación de largo plazo vía mercado de capitales, clave para reactivar las inversiones y el empleo. Sin embargo, aún existen numerosos escollos legislativos y regulatorios que provocan que una masa ingente de dicho ahorro se siga canalizando hacia bonos gubernamentales (a pesar de presentar el nivel de precio más alto de la historia) y hacia bonos de empresas españolas y extranjeras, que paradójicamente sí que disfrutan de enormes facilidades en financiación. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) y la Comisión Nacional de Mercados de Valores (CNMV) deben colaborar con la industria aseguradora y de pensiones en reducir las trabas impuestas para facilitar dicha financiación vía mercados, y ampliar los efectivos disponibles para invertir en bonos corporativos de empresas españolas de alto rendimiento.

— Segundo: en la práctica será difícil observar compañías con niveles de EBITDA inferiores a 15.000.000 de euros financiarse a través de bonos, ya que los costes de emisión y la liquidez mínima de la emisión pedida por los inversores imposibilitan emisiones más pequeñas. Por lo tanto, la única forma de que la financiación llegue a las empresas pequeñas, es a través de la reapertura de los mercados de titulizaciones y a través de la creación de cédulas con subyacentes préstamos de pymes.

— Tercero: el Estado debería fomentar la concentración de empresas pequeñas en empresas medianas, ya que la dimensión de una firma está íntimamente relacionada con su capacidad para financiarse y con el precio de dicha financiación.

— Cuarto: al igual que en EE UU, la banca puede convertirse en un relevante financiador de empresas vía el mercado de capitales. La gran virtud consiste en que una financiación bancaria a través de un bono está asociada a mucha mayor transparencia y trazabilidad que a través de un préstamo. Para fomentar dichas inversiones habría que terminar con el absurdo arbitraje regulatorio existente hoy, por el cual un préstamo a una empresa mediana computa al 75 por 100 en valor ponderado por riesgo, y un préstamo en formato bono a la misma empresa, computa al 125 por 100.

— Quinto: el desarrollo de los bonos de proyecto puede ayudar a reemplazar el mercado de *Project finance*, que está en franco declive desde la implementación de Basilea III. El declive del *Project finance* está asociado a la fuerte reducción de las inversiones en infraestructuras, claves para el crecimiento económico de medio plazo. La aceleración de los bonos de proyecto puede revertir esta tendencia.

— Sexto: el legislador debería actuar en coherencia cuando define el papel en la financiación vía mercado de capitales. Así, se puede ir a un modelo en el que los particulares pueden participar en las ofertas (como el alemán), pero dicho modelo es muy vulnerable a abusos, o bien a un modelo en el que el protagonismo reside en el inversor institucional, como el que en nuestra opinión acertadamente, se ha implantado en España.

Con todo, la liquidez en el mercado secundario de un título valor depende de la participación del minorista. Por lo tanto, si el legislador opta por no permitir al minorista participar en dichas emisiones (correcto a nuestro juicio), no puede exigir al institucional niveles de liquidez en el mercado secundario imposibles de conseguir. Dicha incoherencia produce que una parte del escaso ahorro financiero español esté yéndose fuera de España hacia emisiones líquidas participadas por minoristas extranjeros de precios muy elevados.

— Séptimo: para fomentar la financiación de recursos propios a través de la bolsa es importante reanudar la discusión sobre la liquidez. Si las autoridades bursátiles fuerzan a los fondos a estar invertidos en compañías muy líquidas, necesariamente el ahorro se canalizará hacia compañías muy grandes (que gracias a su dimensión disfrutan de gran liquidez). Por otro lado, si los fondos de inversión tienen pasivos diarios (obligación de dar salida a un partícipe con valoración diario) difícilmente los fondos podrán apoyar a empresas medianas. La solución, como ya se ha realizado en el Reino Unido y en Francia, consiste en crear fondos de inversión cerrados por el pasivo mediante ventanas (1-2-3 y hasta siete años), de forma que el gestor pueda equilibrar la liquidez del activo con la del pasivo.

La gran recesión ha puesto de manifiesto las vulnerabilidades de muchas economías, pero sobre todo la capacidad para alentar las recuperaciones.

Esperamos que este artículo contribuya a que la economía europea, y especialmente la española, sienta las bases de una financiación más diversificada y de larga duración. Si es así se podrá hablar de un desarrollo mucho más sostenible que el vivido en el pasado.

## Referencias bibliográficas

[1] ALLEN, F.; CARLETTI, E.; QUIAN, J. y VALENZUELA, P. (2012): «Financial Intermediation, Markets and Alternative Financial Sectors», *European University Institute, Economics Working Papers ECO2012/11*, marzo, Florencia.

[2] BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1998): «The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle», *Journal of Banking and Finance* nº 22, agosto, pp. 613-673, Philadelphia.

[3] DENIS, D.J. y MIHOV, V.T. (2003): «The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings», *Journal of Financial Economics* nº 70 (1), octubre, pp. 3-28, Philadelphia.

[4] G30 WORKING GROUP (2013): «Long-term Finance and Economic Growth», *The Group of Thirty*, febrero, Washington D.C.

[5] GOZZI, J.C.; LEVINE, R.; MARTÍNEZ PERIA, M.S. y SCHMUKLER, S.L. (2012): «How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets», *The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper 6209*, septiembre, Washington D.C.

[6] GOZZI, J.C.; LEVINE, R. y SCHMUKLER, S.L. (2009): «Patterns of International Capital Raisings», *Journal of International Economics* nº 80 (1), enero, pp. 45-57, Amsterdam.

[7] GREENWOOD, J. y SMITH, B.D. (1997): «Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets», *Journal of Economic Dynamics and Control* nº 21, enero, pp. 145-181, Amsterdam.

[8] JERRING, R.J. y CHATUSRIPITAK, N. (2000): «The Case of the Missing Market: the Bond Market and why It Matters for Financial Development», *The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 01-08*, mayo, Philadelphia.

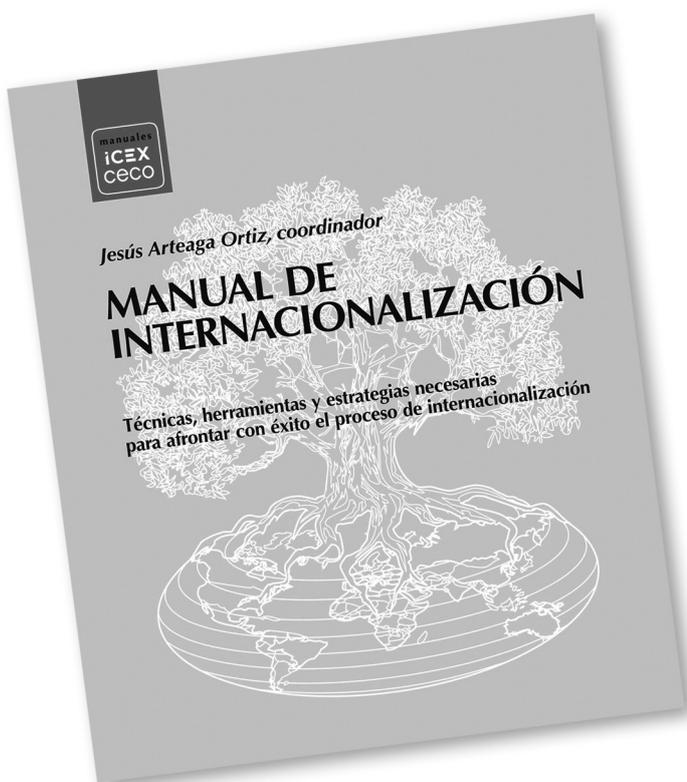
[9] MINSKY, H.P. (1992): «The Financial Instability Hypothesis», *The Levy Economics Institute, Working Paper Nº. 74*, mayo, Nueva York.

[10] ROXBURGH, C.; LUND, S.; DOBBS, R., y MANYIKA, J. (2011): «The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape», *McKinsey Global Institute*, diciembre, Nueva York.

Nueva colección

manuales  
**ICEX**  
ceco

# AMPLIAR LOS MERCADOS EXTERIORES



Este nuevo manual ICEX-CECO surge de la percepción de que la internacionalización se ha convertido en un elemento fundamental para la empresa en el actual mundo globalizado.

Esta obra se propone ofrecer un curso exhaustivo y riguroso sobre todos los aspectos que hay que considerar a la hora de iniciar, mantener o desarrollar la actividad internacional, en todas sus facetas, y aspira a convertirse en una obra de referencia en la materia en todo el ámbito de habla hispana.

664 páginas

Formato: 210 x 250 mm

PVP: 50 € (IVA incluido)

ISBN: 978-84-7811-744-4

***Herramientas y técnicas para definir la estrategia y el marketing internacionales***

Puede adquirir la obra en las principales librerías y en el ICEX.

**ICEX España Exportación e Inversiones**

Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID - tel.: 91 349 6275/34

c.e.: [libreria@icex.es](mailto:libreria@icex.es) - [www.icex.es/publicaciones](http://www.icex.es/publicaciones)

**ICEX**