

Rosa Sánchez-Yebra Alonso*

EL NUEVO MARCO NORMATIVO ESPAÑOL EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Completada la reestructuración del sector bancario, el nuevo marco normativo financiero está siendo objeto de importantes reformas con una doble finalidad: por un lado, introducir un marco sólido en materia preconcursal y concursal que dinamice la resolución de potenciales situaciones de insolvencia y que permita el desapalancamiento de empresas sobreendeudadas pero viables; y por otro, fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa, reduciendo la tradicional dependencia de las empresas españolas con respecto al crédito bancario.

Palabras claves: mercado financiero, normas, leyes, España.

Clasificación JEL: H3, H5, K2.

1. Introducción

El endeudamiento, en la medida que se canaliza a inversiones productivas, puede ser un motor de crecimiento a medio y largo plazo, pero puede resultar problemático si se superan ciertos umbrales, en la medida en que acarrea una mayor sensibilidad de las empresas al ciclo económico y a cambios en las condiciones financieras.

En el caso concreto de la economía española, los bajos tipos de interés y la abundancia de liquidez hasta 2008 motivaron la expansión del crédito bancario a tasas muy elevadas. Entre 2000 y 2008, el crédito al sector privado no financiero creció a una

tasa de variación interanual media de más de un 14 por 100, muy por encima del ritmo de crecimiento del PIB nominal.

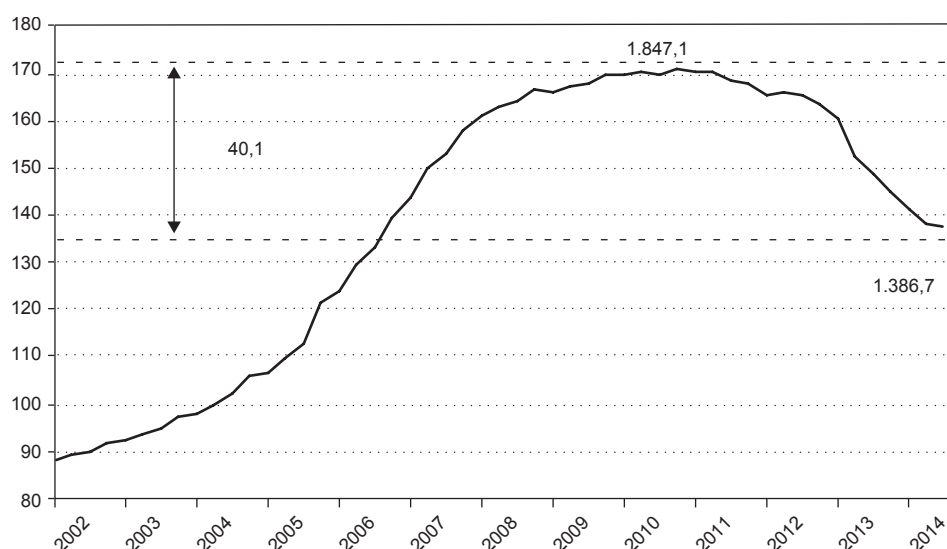
En consecuencia, uno de los rasgos diferenciales de la economía española respecto a las otras economías europeas y que explica en gran medida el impacto diferencial de la crisis en España, es el elevado endeudamiento privado acumulado, que llegó a ser 40 puntos porcentuales superior a la media, europea¹. Entre los años 2004 y 2011, el stock de crédito se disparó llegando a un máximo en el segundo trimestre de 2010, cuando alcanzó un nivel de 171,5 por 100 del PIB. Dicho stock de crédito se concentró en gran medida en el sector de la construcción (Gráfico 1).

* Secretaria General del Tesoro y Política Financiera.

Este artículo ha contado con la colaboración de Judith Arnal Martínez y Fernando Álvarez Cienfuegos.

¹ Aquí tenemos en cuenta el endeudamiento de sociedades no financieras que llegó, en datos consolidados, según metodología SEC95 al 44,6 por 100. El máximo se alcanzó, para los datos consolidados, siguiendo metodología SEC95 en 64,6 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2010.

GRÁFICO 1
STOCK DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS



FUENTE: INE y Banco de España.

El fuerte apalancamiento de la economía española trajo consigo profundos desequilibrios: problemas de solvencia en las entidades financieras, una dependencia marcada de las empresas españolas hacia la financiación bancaria y un nivel de apalancamiento relativamente elevado en el tejido empresarial².

La estrategia de política financiera seguida por el Ministerio de Economía y Competitividad en estos últimos años trató de abordar estos desequilibrios y se ha apoyado fundamentalmente en tres ejes. Un primer eje, basado en la reestructuración y recapitalización del sector bancario. Un segundo eje centrado en crear un marco jurídico que facilite las reestructuraciones financieras. Y un tercer eje centrado en favorecer el

acceso a la financiación de las pymes, ya sea facilitando el acceso al canal del crédito bancario, ya sea abriendo canales de financiación alternativos.

Debe hacerse notar que los tres ejes suponen una actuación estratégica comprensiva y coherente, no pudiendo entenderse ninguno de ellos de forma aislada. Además, la implementación de los distintos ejes ha seguido un calendario lógico y ordenado.

Se empezó por la reestructuración y recapitalización de las entidades financieras con problemas, porque era condición *sine qua non* para la estabilización del sistema financiero español. De no ser por el Real Decreto-ley 2/2012, de saneamiento del sector financiero y por el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, también denominados *Decretos Guindos*, que obligaron a un aumento importante de las provisiones por los créditos dudosos, la reforma

² Desde la entrada en el euro hasta el año 2010, la deuda de las empresas no financieras españolas se triplicó, pasando de menos de un 80 por 100 a más de un 133,4 por 100 del PIB. Desde entonces se ha reducido notablemente hasta el 108 por 100 del PIB.

concursal no hubiera podido tener éxito. Dichos decretos sentaban las bases para que la banca se encontrara en una situación patrimonial adecuada para aceptar reestructuraciones de los préstamos bancarios de empresas en una situación financiera complicada.

Por ello, completada la reforma bancaria, la segunda fase fue llevar a cabo una reforma concursal ambiciosa, entendiendo que la correcta regulación de la insolvencia constituye un estímulo necesario en la concesión de crédito, al fijar un marco jurídico claro que garantiza a los acreedores la rápida resolución de potenciales problemas de impago.

Finalmente, la tercera fase, ejecutada de forma simultánea, completa las anteriores reformas normativas al crear un entorno normativo propicio para el acceso a la financiación por parte de las empresas.

En el presente artículo abordaremos dos ejes de política financiera: el nuevo marco jurídico para la reestructuración de empresas y las medidas de desintermediación financiera. Dejaremos de lado la reestructuración y reordenación del sector bancario como principal eje de la reforma financiera, con el fin de acotar el contenido de la discusión, pero sin que en ningún momento olvidemos que las reformas que vamos a abordar en el presente artículo forman parte de un todo.

2. El nuevo marco jurídico para la reestructuración de empresas: la reforma concursal

Se señalaba en la Introducción que, como consecuencia del elevado crecimiento del crédito privado, el sector privado español acumuló un nivel de endeudamiento preocupante. A pesar del proceso de desapalancamiento ya iniciado por la economía española en 2010, la deuda de las sociedades no financieras, en datos consolidados, todavía se sitúa en la actualidad³ en el 108 por 100, notablemente por encima del nivel promedio de la zona euro, que es del 97 por 100 del PIB.

³ Segundo trimestre de 2014, último dato disponible.

El objetivo de la reforma concursal es lograr que empresas viables, que tengan un problema transitorio de excesivo endeudamiento, puedan llevar a cabo una reorganización financiera que les permita seguir en funcionamiento. En este sentido, el legislador hizo un esfuerzo importante por identificar los aspectos mejorables de la antigua normativa preconcursal y concursal.

Tras el estallido de la crisis económica y financiera en España, se observó que el concurso de acreedores no era percibido como una solución al problema de sobreendeudamiento de las empresas españolas. A pesar de que el número de concursos registrados en España ha aumentado exponencialmente en los últimos años⁴, el incremento es sustancialmente inferior al de otras economías europeas, a pesar de la gravedad de la crisis. En 2012, frente a los 11.024 concursos registrados en Italia, los 28.297 registrados en Alemania y los 46.327 registrados en Francia, en España sólo se registraron 7.540 concursos. Esta situación podía explicarse por el hecho de que los procedimientos concursales en España tenían una duración excesivamente larga (413 días de media). Además, más del 90 por 100 de los procedimientos concursales declarados en España concluían con la liquidación de la empresa, cifra significativamente superior en comparación con otros países de nuestro entorno: en Reino Unido, el número de empresas declaradas en concurso que acabaron liquidándose ascendió al 80 por 100 en el primer trimestre de 2013 y en Francia, al 70 por 100 a lo largo de todo 2012.

Las sucesivas reformas legislativas impulsadas por el legislador⁵ tratan de resolver las anteriores anomalías y se apoyan en las siguientes líneas de actuación:

- Acuerdos preconcursales
- Medidas de arrastre

⁴ Se ha pasado de 819 concursos en 2003 a 9.310 concursos en 2013.

⁵ Ley 14/2012 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial y el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

- «Dinero nuevo»
- Venta de la unidad productiva
- Flexibilización de los convenios
- Agilización de trámites y transparencia

Acuerdos preconcursales

Ante el escaso éxito de los procedimientos concursales españoles, se potencia la figura de los acuerdos preconcursales, con el objetivo de desincentivar que las empresas españolas pospusieran la resolución de sus problemas patrimoniales hasta el momento en que la única opción posible es la liquidación.

En este sentido, el Real Decreto-ley 4/2014 crea un marco jurídico favorable a la celebración de acuerdos de refinanciación, evitando que estos puedan ser rescindidos en caso de producirse el concurso, promoviendo su extensión a acreedores disidentes y potenciando los mecanismos de quitas, esperas y conversión de deuda en capital social.

Este Real Decreto-ley introduce tres grandes tipos de acuerdos de refinanciación: los acuerdos bilaterales sin homologación judicial, los acuerdos colectivos sin homologación judicial y los acuerdos colectivos con homologación judicial. De verificarse los requisitos establecidos por la ley⁶ los efectos del acuerdo de refinanciación resultarán no rescindibles ante una eventual declaración en concurso de la empresa deudora.

Medidas de arrastre

Uno de los problemas existentes, bajo el anterior marco concursal, se suscitaba en las refinanciaciones en las que los acreedores minoritarios no aceptaban los acuerdos alcanzados entre la mayoría de los

acreedores y la compañía⁷. No eran pocos los procesos concursales en los que los acreedores minoritarios utilizaban el chantaje de la unanimidad para mejorar la posición en los procesos, exigiendo la devolución íntegra de la deuda debida, con el consecuente impacto para el resto de acreedores. La normativa actual trata de favorecer medidas de arrastre para que, con el apoyo de una mayoría, los acuerdos sean imponibles a los acreedores disidentes.

Se ha logrado a través de diversas medidas. Primero, si los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente obtienen la aprobación de acreedores, que representen al menos el 60 por 100 de los pasivos financieros para esperas inferiores a cinco años o del 75 por 100 para otros efectos como esperas entre cinco y diez años, quitas o daciones en pago, no sólo resultarán no rescindibles, sino que sus efectos podrán extenderse al resto de acreedores no participantes o disidentes.

Segundo, el legislador también ha reforzado el arrastre de minorías disidentes en la fase de convenio⁸, en el que se establecen reglas de mayorías de arrastre y de constitución de grupos. En efecto, con la nueva regulación se llevarán a cabo votaciones por grupos de acreedores, diferenciándose los acreedores con privilegio especial, los acreedores con privilegio general y los acreedores ordinarios. A su vez, los acreedores dotados de privilegio especial o general se agruparán en otros cuatro grupos: acreedores públicos, financieros, laborales y resto de acreedores. De este modo, si el 50 por 100 de los acreedores ordinarios o el 65 por 100 del grupo correspondiente de acreedores privilegiados, adoptan un acuerdo que

⁶ Básicamente, aumento de la ratio de activos sobre pasivos, aprobación del acuerdo por acreedores que representen al menos el 60 por 100 del pasivo en el caso de acuerdos colectivos no homologados, y del 51 por 100 en el caso de acuerdos colectivos homologados.

⁷ El problema del *hold out* es un problema muy estudiado en el análisis económico del derecho concursal. Es el problema clásico del *free-rider* aplicado al caso de las reestructuraciones. El acreedor minoritario se beneficia de un acuerdo cooperativo entre el resto de acreedores financieros, pero su mejor estrategia es precisamente no apoyar dicho acuerdo. El equilibrio de Nash resultante es que ningún acreedor financiero apoye un acuerdo colectivo.

⁸ En el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

entrañe esperas o conversiones de deuda en préstamos participativos por un plazo no superior a cinco años, éste resultará aplicable al resto de acreedores de su grupo. Para la extensión de esperas y conversiones de deuda en préstamos participativos por un plazo superior a cinco años, quitas y conversiones de deuda en capital social, será necesario el acuerdo del 65 por 100 de los acreedores ordinarios o del 75 por 100 del grupo correspondiente de acreedores privilegiados. Esta medida permite implicar por primera vez a los acreedores privilegiados en la votación del convenio.

Tercero, el Real Decreto-ley prevé la posibilidad de que los acreedores dotados de garantía real puedan quedar afectados por la adopción de un acuerdo de refinanciación. Esta medida resulta de vital importancia, ya que sin la implicación de los acreedores con garantía real, la mayor parte de los acuerdos de refinanciación resultarían imposibles, dado el papel fundamental que juega en España la garantía real en la obtención de crédito. Así, se introduce un nuevo mecanismo de valoración, con arreglo al cual, la parte del crédito que se entenderá protegida por la garantía real serán los nueve décimos del valor razonable del bien sobre el que esté constituida dicha garantía, previa deducción de las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien. De esta manera, las mayorías necesarias de arrastre para la parte privilegiada del crédito serán el 65 por 100 para esperas inferiores a cinco años y el 80 por 100 para el resto de efectos. El crédito no calificado como privilegiado será arrastrado por las reglas de mayoría especificadas en el párrafo anterior.

«Dinero nuevo»

Una reestructuración operativa necesita tiempo. Especialmente si coincide con un proceso de reorganización financiera, orientado a llevar el nivel de endeudamiento hasta un nivel que sea viable para la actividad recurrente de la empresa. Se hace por lo tanto necesario incentivar, mediante una adecuada protección, a

aquellos acreedores financieros que están dispuestos a prestar a la empresa durante tan difícil transición.

En este sentido, el Real Decreto-ley otorga, durante los dos años siguientes a su aprobación, la calificación de crédito contra la masa (crédito situado en primer lugar en el orden de prelación de pagos en un eventual concurso) al 100 por 100 del «dinero nuevo» (frente al 50 por 100 anterior) obtenido por una empresa en el marco de un acuerdo de refinanciación, lo que sin lugar a dudas fomentará la aportación de nuevas fuentes de financiación a empresas en dificultades. Por otra parte, el Banco de España ha realizado un cambio interpretativo de su Circular 4/2004, de 22 de diciembre⁹, permitiendo que la deuda bancaria subsistente tras la conclusión de un acuerdo de refinanciación, obtenga la calificación de riesgo normal, en lugar de subestándar o dudoso. Este cambio constituye un incentivo positivo y prácticamente imprescindible para que las entidades de crédito, principales acreedoras de las empresas españolas, accedan a la conclusión de acuerdos de refinanciación.

Venta de unidades productivas

Como decíamos al inicio del apartado, una de las anomalías del anterior régimen concursal es el alarmante porcentaje de empresas que terminaban el concurso en liquidación.

Las últimas reformas del régimen concursal tratan de incentivar la transmisión de unidades productivas como un todo, con el objetivo de que no se pierdan los intangibles en el proceso concursal. A estos efectos, el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, prevé diversas medidas.

En primer lugar, prevé que para los casos de transmisión de unidades productivas, el adquirente se subrogue automáticamente en los derechos y obligaciones

⁹ Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

derivados de contratos que afecten a las mismas, sin necesidad de consentimiento de la otra parte, así como en las licencias o autorizaciones administrativas necesarias, salvo que manifieste lo contrario. Además, dicha transmisión no llevará aparejada responsabilidad alguna por créditos impagados por el deudor antes de la transmisión, salvo disposición en contrario. Esta clarificación resulta de vital importancia, ya que, hasta el momento, el procedimiento de enajenación del conjunto de la empresa estaba sometido a numerosas trabas, exigencias y consentimientos que dificultaban la transmisión.

En segundo lugar, se establece la posibilidad de que el juez acuerde la realización de la unidad productiva a través de enajenación directa o a través de persona o entidad especializada cuando, a la vista del informe de la administración concursal, considere que es la forma más idónea para salvaguardar los intereses del concurso. Hasta el momento, sólo podía recurrirse a la enajenación directa cuando la subasta hubiera quedado desierta. Esta limitación introducía trabas a la competencia entre los potenciales adquirentes de la empresa concursada, lo que reducía notablemente su valor de enajenación, poniendo en peligro la satisfacción de los derechos de los acreedores, finalidad principal de cualquier procedimiento concursal. Gracias a la modificación propuesta en el Real Decreto-ley 11/2014, aumentará la competencia entre los potenciales adquirentes de la unidad productiva, contribuyendo así al incremento del precio final satisfecho por la adquisición de la empresa, lo que permitirá satisfacer en mayor medida los derechos de los acreedores y mejorará el clima de confianza empresarial.

Flexibilización de los convenios

Con el nuevo marco concursal, el convenio de acreedores queda reforzado como instrumento para que estos puedan modificar las condiciones financieras de sus préstamos, con el fin de garantizar la solvencia financiera de la empresa.

En este sentido, se lleva a cabo una ampliación del posible contenido del convenio. La regulación vigente hasta la entrada en vigor del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, sólo permitía que el convenio contuviera quitas de hasta el 50 por 100 y esperas de hasta cinco años. Con la nueva normativa, se permiten esperas de hasta diez años, quitas sin límite, cesiones en pago o para pago (siempre que el bien cedido no sea necesario para la continuidad de la actividad empresarial) y acuerdos de conversión de deuda en capital social o en préstamos participativos. Esta medida aumentará las posibilidades de que las empresas españolas lleguen a un convenio que garantice su viabilidad y, por tanto, la continuidad de su actividad económica.

Agilización de trámites y transparencia

Dada la elevada sobrecarga de los Juzgados de lo Mercantil en España, la norma reduce al máximo posible la intervención judicial, limitándola a la comprobación por el juez que el acuerdo de refinanciación reúne las mayorías necesarias para la homologación. Sin lugar a dudas, esta medida permitirá que las empresas acudan a acuerdos de refinanciación cuando aún son viables y reducirá la carga de trabajo de los Juzgados de lo Mercantil, permitiéndoles actuar con mayor eficiencia respecto de los procedimientos concursales que acaben sustanciándose ante ellos.

3. Mejora del acceso a la financiación de las empresas españolas

Como señalábamos en la Introducción, el elevado nivel de endeudamiento de las empresas españolas es un problema financiero importante del tejido empresarial español, pero no es el único. El otro problema importante es el insuficiente acceso a la financiación de las empresas españolas, problema que deriva en primer lugar de la expulsión de muchas pymes del canal del crédito y en segundo de la fuerte dependencia respecto a la financiación bancaria.

Es sabido que el tejido empresarial español adolece de un problema secular: su fuerte dependencia de la financiación bancaria, que es incluso más acusada en el caso de las empresas de menor dimensión, las pymes, cuyo tamaño dificulta enormemente el acceso directo a los mercados. Según el Directorio Central de Empresas, en España existían a 1 de enero de 2013, 3.142.928 empresas, de las cuales 3.139.106 (el 99,88 por 100) eran pymes. Por ello, la falta de acceso al crédito por parte de las pymes tiene un impacto muy significativo.

Sin embargo, tal y como demuestran las encuestas sobre préstamos bancarios del Banco de España, desde 2009, la financiación nueva concedida al sector de sociedades no financieras en créditos de cuantía inferior al millón de euros (*proxy* del crédito pyme) se ha reducido drásticamente.

Para resolver este problema, el Ministerio de Economía y Competitividad ha actuado sobre dos ejes: medidas orientadas a facilitar el acceso al crédito bancario y medidas orientadas a fomentar la desintermediación financiera.

Medidas normativas orientadas a facilitar el acceso al crédito bancario

— *Obligación de preaviso.* Empezando por las medidas orientadas a facilitar el acceso de las pymes al crédito, cabe destacar que el proyecto de ley financiera actualmente en tramitación (en adelante, PL) incluye una medida destinada a mejorar las condiciones en las que un banco concede crédito a un cliente pyme, que consiste en que los bancos deberán dar un preaviso a aquellas pymes a las que les va a interrumpir o reducir considerablemente la financiación. Con esta obligación, se pretende garantizar que la empresa cuente con tiempo suficiente para encontrar nuevas vías de financiación o para ajustar sus esquemas de pago, de forma que la interrupción o reducción de la línea de crédito no le genere problemas acuciantes de liquidez.

— *Corrección de problemas de información asimétrica.* Asimismo, se determina que las pymes recibirán su información financiera-pyme. Esta medida ayudará a mejorar las prácticas de concesión de crédito a las pymes por parte de las entidades financieras y a aumentar la información existente sobre su calidad crediticia, cuestión de vital importancia, ya que, tradicionalmente, el acceso al crédito por parte de las pymes se ha visto dificultado porque los bancos no disponen frecuentemente de la información adecuada para valorar la calidad crediticia. Pero además, el impacto de la entrega generalizada de un fichero de información-financiera pyme en la mejora de las condiciones crediticias puede ser mucho mayor, en tanto en cuanto ese fichero deberá contener una relación de los créditos históricos y vigentes y, si es el caso, una declaración expresa de que la pyme ha cumplido íntegramente con sus obligaciones.

Medidas normativas orientadas a fomentar la desintermediación financiera

Como indicábamos anteriormente, el segundo objetivo de las reformas legislativas emprendidas por el Ministerio de Economía y Competitividad es sentar las bases para facilitar el acceso de las empresas españolas a través de los mercados de capitales. Es sabido que la intensa bancarización de la economía española plantea problemas cuando, como consecuencia de una crisis financiera como la vivida durante los últimos años en España, el crédito bancario se reduce notablemente, dejando a las empresas españolas sin fuentes de financiación.

— *Desarrollo del MARF.* En este sentido destaca, en primer lugar, la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), un sistema multilateral de negociación al que pueden acudir inversores cualificados y cuya principal ventaja es que permite a las empresas diversificar sus fuentes de financiación, abriendo las posibilidades más allá del crédito bancario.

— *Flexibilización del régimen de emisiones.* El proyecto de ley financiera actualmente en tramitación, también introduce medidas muy interesantes orientadas a facilitar el acceso de las empresas españolas a la financiación no bancaria, tanto a través de la emisión de obligaciones como eliminando restricciones. Así, en aras de aumentar la diversificación financiera de España, se permite que las sociedades limitadas accedan a los mercados de capitales mediante la emisión de obligaciones y se eliminan las restricciones cuantitativas establecidas a las emisiones por sociedades anónimas y comanditarias por acciones.

— *Reforma del régimen de titulizaciones.* El PL reforma el marco jurídico de las titulizaciones en torno a tres ejes. En primer lugar, racionaliza la normativa existente, que adolece de una gran dispersión y unifica en una única categoría legal los fondos de titulización de activos y los fondos de titulización hipotecaria, llamados ahora simplemente «fondos de titulización de activos». En segundo lugar, aproxima nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas en la materia, eliminando aquellos obstáculos que impiden replicar en España determinadas estrategias innovadoras de titulización de probado éxito y utilidad en países de nuestro entorno. Por último, se recogen legalmente algunas prácticas que, en materia de transparencia y protección del inversor, vienen exigiendo los inversores internacionales.

— *Crowdfunding.* La medida más novedosa del PL es, sin duda, que configura por primera vez un régimen jurídico específico para las plataformas de financiación participativa que intermedien en la concesión de préstamos o en la suscripción de acciones o participaciones sociales, otorgando así carta de naturaleza a las actividades denominadas *crowdfunding*, en su vertiente tanto de renta fija (*lending-based*) como de renta variable (*equitybased*).

Estas plataformas de financiación participativa vienen a completar, y en ocasiones sustituir, un eslabón en la cadena de financiación de las empresas y los particulares, puesto que ofrecen una alternativa frente a un

crédito bancario más caro o incluso inexistente. De esta manera se facilita la provisión de fondos a proyectos con mayor riesgo, pero también con mayor potencial.

4. Conclusión

La normalización de las condiciones de financiación de la economía española depende de numerosos factores, entre los cuales el marco regulatorio desempeña un papel fundamental. Esta regulación comienza con la estabilización del sector bancario, pasa por la reforma del marco concursal y termina con el desarrollo de las condiciones normativas adecuadas para facilitar la financiación de empresas españolas. Como resultado de estas medidas, se espera, por una parte facilitar un desapalancamiento ordenado del sector privado, permitiendo la supervivencia de las unidades de negocio productivas, y, por otra, crear un entorno propicio para que el crédito fluya y permita la transferencia de recursos desde aquellas actividades menos productivas a aquellas otras donde se genera un mayor valor para la economía.

Referencias bibliográficas

- [1] BANCO CENTRAL EUROPEO Y BANCO DE INGLATERRA (2014): The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union. A Discussion Paper.
- [2] COMISIÓN EUROPEA (2014): Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea» (COM(2014) 172 final).
- [3] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2014): Estadísticas del mercado primario de valores.
- [4] CUENA CASAS, M. (2014): «Préstamo responsable, información crediticia y protección de datos personales», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* nº 20, marzo, Madrid.
- [5] DE LA FUENTE CABRERO, C. (2007): Claves del éxito de las Sociedades de Garantía Recíproca en el período 1994-2005, Delta Publicaciones.
- [6] FINANCIAL STABILITY BOARD (2013): «Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities.

An Overview of Policy Recommendations», agosto, Basilea.

[7] KIRBY, E. y WORNER, S. (2014): «Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast», IOSCO, Staff Working Paper: [SWP3/2014], febrero, Madrid.

[8] MARTÍNEZ CARRASCAL, C. y MULINO RÍOS, M. (2014): La evolución del crédito bancario a las empresas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la CIR y de la CBI, Boletín Económico del Banco de España.

[9] MAUDOS VILLAROYA, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, J. (2014): Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis, Fundación BBVA.

[10] MENÉNDEZ, A. (2007): Lecciones de Derecho Mercantil, Thomson Civitas.

[11] PEÑALOSA, J. (2013): «Efectos estadísticos sobre los balances de las entidades de crédito españolas de las operaciones recientes de reestructuración y recapitalización», Boletín Económico del Banco de España, febrero.

[12] PWC: Temas Candentes de las reestructuraciones financieras.

[13] REGISTRADORES DE ESPAÑA (2014): Anuario 2013. Estadística concursal. El concurso de acreedores en cifras.

[14] REVELLO DE TORO CABELLO, J.M. (2013): Manual de *Corporate Finance* y Banca de Inversión, Delta Publicaciones.

[15] STONE, C.; ZISSU, A. y LEDERMAN, J. (1991): *Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe*, Euromoney Books.