

**IEAF | FEF**

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

## **2º PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO IEAF-FEF DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

# **Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española**

Directores:

Óscar Arce (Banco de España)

Domingo García Coto (Bolsas y Mercados Españoles)

**Documento de Trabajo N.º 14**

ISBN: 978-84-697-9227-8  
Depósito Legal: M-3408-2018  
Edita: Fundación Estudios Financieros



<b>Presentación</b> .....	5
<b>Resumen Ejecutivo y conclusiones</b> .....	7
<b>1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema.</b> <i>Pedro Guerrero Meseguer (Ministerio de Economía, Industria y Competitividad)</i> .....	17
<b>2. Financiación bancaria de la empresa española.</b> <i>Daniel Carrasco Gómez, Ana Ribalta Roig y Sofía Rodríguez Rico (Banco Sabadell)</i> .....	31
<b>3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada.</b> <i>Sergio Mayordomo (Banco de España)</i> .....	49
<b>4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales.</b> <i>Eudald Canadell y M<sup>a</sup> Isabel Cambón (CNMV)</i> .....	63
<b>Relación de personas asistentes al Panel de Seguimiento</b> .....	77
<b>Documentos de Trabajo FEF</b> .....	79
<b>Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros</b> .....	81





## PRESENTACIÓN

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) iniciaron en 2017 una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Su principal objetivo es promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española y su competitividad y sostenibilidad.

La iniciativa está coordinada por Oscar Arce de Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles, a quienes quiero agradecer el excelente trabajo que están realizando.

La 1ª Sesión del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española se celebró el 8 de junio de 2017 en el Banco de España bajo el título: «*¿Es la economía española financieramente vulnerable?*», con la participación de más de 40 expertos. Las intervenciones y un resumen ejecutivo de la sesión están publicadas en un Documento de Trabajo IEAF-FEF, disponible libremente a través de la página web de la institución ([www.fef.es](http://www.fef.es)).

La 2ª Sesión de este Panel se celebró en noviembre de 2017 en la sede del Banco Sabadell, en Sant Cugat del Vallès, Barcelona, con la asistencia de un nutrido grupo de expertos. En este documento de trabajo figuran las ponencias presentadas y un resumen de conclusiones y recomendaciones, en donde se destaca que, tras una década de crisis que ha marcado un antes y un después en la economía española, la financiación de las empresas ha mejorado y ha aumentado su diversificación a través de distintas fuentes, pero el tamaño empresarial sigue lastrando el crecimiento, y ha llegado la hora de abordar este problema, algo de lo que ya se han hecho eco los responsables económicos.

IEAF-FEF agradecen a todas las personas que han intervenido en este proyecto y especialmente al Banco Sabadell por su apoyo a esta iniciativa.

Estos debates con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española continuarán a lo largo del año 2018.

Jorge Yzaguirre

*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES<sup>1</sup>

### LA FINANCIACIÓN MEJORA Y SE DIVERSIFICA PERO EL TAMAÑO EMPRESARIAL LASTRA EL CRECIMIENTO A MEDIO Y LARGO PLAZO

El *II Panel de Seguimiento Financiero IEAF/FEF de la Economía Española* se celebró en noviembre de 2017 en la sede del Banco Sabadell, en Sant Cugat del Vallès, Barcelona, con la asistencia de un nutrido grupo de expertos bajo la coordinación de Óscar Arce, del Banco de España, y Domingo García Coto, de Bolsas y Mercados Españoles. Estos debates con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española continuarán a lo largo del año 2018.

A partir de las ponencias de la sesión se debatió sobre la manera de asentar y diversificar la financiación de la economía española, un aspecto fundamental para que las empresas puedan proporcionar el impulso necesario a la productividad y el empleo. En este documento de trabajo se recogen los artículos elaborados a partir de las ponencias.

La **principal y unánime conclusión** fue que, tras una década de crisis que ha marcado un antes y un después en la economía española, **la financiación de las empresas ha mejorado y se ha diversificado, pero el tamaño empresarial sigue lastrando el crecimiento y la productividad a medio y largo plazo y ha llegado la hora de abordar este problema**, algo de lo que ya se han hecho eco los responsables económicos.

Las cuatro intervenciones que sirvieron de marco para el debate abordaron la problemática del tamaño de la empresa española; la situación presente y los retos de la financiación bancaria; la tendencia a la desintermediación de la financiación y las claves para

---

<sup>1</sup> Resumen elaborado por Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía y Domingo J. García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española. En este resumen, las principales conclusiones figuran en negrita y las recomendaciones en negrita y subrayado.



mejorar el acceso de las empresas al mercado de capitales, en particular de las no financieras. La exposición de las ponencias corrió a cargo de representantes del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad; del Banco Sabadell, Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercados de Valores (CNMV).

### **EL TAMAÑO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA, NUEVAS PERSPECTIVAS PARA ABORDAR EL PROBLEMA**

El tamaño de la empresa española es uno de los principales problemas para el crecimiento de la economía. En ello coincidieron tanto el ponente del panel como los expertos asistentes. Pedro Guerrero Meseguer, del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, reveló un dato clave para entender su importancia: **“Si la estructura de las empresas convergiese con la media europea, el PIB aumentaría en 3,5 puntos porcentuales; y si fuera equivalente a la de Alemania, en 6 puntos”**, dijo.

El tejido empresarial del país está fundamentado en Pymes. La media de trabajadores es de 4,7 frente a los 11,7 de Alemania, 11 de Reino Unido y 5,7 de Francia. La comparativa es incluso mayor porque **en España casi todas las compañías tienen una micro estructura; las que disponen de entre 1 y 9 empleados contribuyen al 25,7% del valor añadido de la economía frente al 15,6% que hace este grupo en Alemania.**

Guerrero Meseguer apuntó que **“el reducido tamaño de las compañías se observa tanto en sus inicios como en los años siguientes, lo cual quiere decir que tardan más en crecer”**. El experto recordó, asimismo, que entre 2012 y 2015 desaparecieron muchas PYMEs y que **“la destrucción fue masiva”** en sectores como el de construcción. **“Las que lograron superar la crisis son más eficientes, dinámicas, competitivas y más volcadas al exterior”**, añadió.

**Las consecuencias directas de un reducido tamaño empresarial se encuentran en la dificultad para realizar proyectos de inversión, especialmente en ámbitos como la I+D+i, las tecnologías de la información y la comunicación, y en la internacionalización.** El Fondo Monetario Internacional recalca que **“las empresas pequeñas tienen mayor probabilidad de ser menos productivas porque tienen más dificultades para exportar e innovar, y para realizar economías de escala”**. Asimismo, **el reducido tamaño empresarial está relacionado con las dificultades de acceso al crédito.**

Conscientes del problema y de la necesidad de buscar soluciones, el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad ha realizado un ejercicio de identificación de cau-



sas para establecer medidas de actuación. **“La debilidad de la demanda, la falta de talento directivo y de cualificación de los trabajadores, la evolución de la tecnología, el acceso a los recursos financieros, el elevado apalancamiento, y la regulación y un marco institucional inadecuados son los principales motivos del reducido tamaño empresarial español”**, explicó Pedro Guerrero.

**El citado ministerio ha identificado 130 umbrales regulatorios -más propios de España que de la UE- que impiden el desarrollo empresarial y que tienen que ver principalmente con la cifra de negocio -2, 6 y 10 millones de euros- y con el número de trabajadores -10, 50 y 250-** Determinadas regulaciones se activan cuando se superan estos umbrales, **por ejemplo el número de empresas con 10 trabajadores es un 40% inferior al número de empresas con 9 trabajadores y algo similar ocurre con el trabajador 50**. A modo de ejemplo, el representante del ministerio dijo que con más de 10 trabajadores las empresas pierden el derecho a ciertas bonificaciones por contratación y dejan de aplicarse los criterios contables de las microempresas. En líneas generales, se trata de umbrales que tienen que ver con materia laboral y fiscal.

Los **cuatro tipos de actuación contemplados por el Gobierno** para dar solución a esta realidad son la **eliminación de los umbrales cuando no resulten “necesarios y proporcionados”**; **establecer otra tipología**; **implantar un *phase out* -la regulación se activa únicamente cuando se rebasa el umbral durante dos ejercicios consecutivos- o una modificación al alza o la baja de los mismos**. “El Congreso de los Diputados deberá acordar los siguientes pasos a acometer”, afirmó Pedro Guerrero.

El clima de negocio es otra pieza fundamental a tratar. Se entiende como tal la facilidad para abrir y cerrar una empresa y las condiciones que se dan para su desarrollo. Según el ministerio **“es necesario promover y facilitar la apertura de empresas, la agilidad y el coste del registro de propiedades, la obtención de los distintos permisos, el acceso a la financiación, el buen funcionamiento del sistema judicial y la fiscalidad o la normativa laboral”**, entre otras cosas. De acuerdo a los datos de la Comisión Europea, la “reducción de las cargas administrativas en un 25% tiene un impacto positivo del 1,6% en el crecimiento de la UE”.

Igualmente **hay que poner atención en la “excesiva fragmentación del mercado”, donde existen grandes diferencias regulatorias por Comunidades Autónomas**. “En ocasiones las empresas deben soportar cargas administrativas duplicadas y afrontar trámites y requisitos distintos en las diferentes regiones”, apuntó Guerrero. Una referencia que ilustra este problema: en 2016 se editaron menos de 200.000 páginas en el BOE, mientras que en los boletines de las Comunidades Autónomas se superaron las 700.000.



### Se necesita una mayor cooperación entre el Gobierno central y las Comunidades Autónomas para beneficiar a las empresas.

#### FINANCIACION BANCARIA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA. EVOLUCIÓN Y RETOS

Si bien el reducido tamaño de las empresas dificulta en muchos casos el acceso a la financiación, **“la actividad crediticia se normaliza en España gracias a la favorable coyuntura económica, la mejor situación financiera de las empresas, un sector financiero más saneado y condiciones muy benignas de tipos de interés. No obstante, los sectores constructor e inmobiliario siguen reflejando peor situación financiera”**. Así lo resumieron las ponentes Sofía Rodríguez Rico y Ana Ribalta del Banco Sabadell que presentaron unas cifras evidentes: en 2016 se rechazó el 4% de los préstamos solicitados frente al 17% de 2012. **“Podemos afirmar que los bancos no están limitando el crecimiento de la PYME”**. **“El proceso de reestructuración del sector bancario ha contribuido a dar mayor fortaleza al sistema para la concesión de crédito, así como el entorno de unos tipos de interés bajo mínimos históricos, que relaja los costes. Según el último informe del Banco Europeo de Inversiones (BEI) sobre inversión y financiación, entre las empresas que acceden a financiación externa un 70% y 80% manifiestan encontrarse ‘satisfechas’ o ‘muy satisfechas’ con la cantidad obtenida, el coste y el vencimiento”**.

Sofía Rodríguez Rico definió el momento actual como “un proceso de progresiva normalización del crédito” respaldado tanto por factores de demanda como de oferta, aunque precisó que **abundan más los préstamos de menor cuantía. Por ejemplo, los créditos por importe de hasta 250.000 euros crecieron un 8% hasta agosto de 2017, frente a un crecimiento del 4% en el mismo periodo de 2016; los de más de un millón de euros fueron solo un 1% superiores.**

**Las Pequeñas y medianas empresas siguen soportando mayores restricciones al acceso al crédito y mayores costes debido a unos peores indicadores económicos y de productividad**, y porque la banca dispone de una menor información y de peor calidad que la que proporcionan las grandes compañías. Pese a todo, el cambio de definición de la PYME en 2013 a efectos de la regulación de capital, favoreció el acceso de estas empresas a fondos externos.

En suma los préstamos bancarios vuelven a fluir hacia las empresas después de un duro ajuste producido como consecuencia del desendeudamiento empresarial, que ha situado



el stock crediticio a niveles de 2005. **La deuda de las compañías no financieras en relación al PIB se situaba en el 133% en 2010, frente al 107% de la zona euro. En la actualidad es del 101% del PIB, mientras la zona euro se mantiene en el 107%.**

A pesar del proceso de desapalancamiento vivido, Sofía Rodríguez destacó **“el dinamismo de la inversión”**, que se ha recuperado un 35% desde 2012, frente al 13% de Europa. Esta evolución ha sido posible gracias al ahorro empresarial, al acceso al mercado de capitales y a una mayor predisposición de los bancos para proporcionar crédito en ciertos sectores.

También la financiación interna empresarial se ha situado en niveles históricos. El ahorro bruto de las empresas no financieras ha pasado de representar el 25% del valor añadido bruto en 2011 al 32% en 2016. “Ha sido un periodo de contención de gastos de personal, de eficiencia del *capital circulante* y de stocks mínimos. Antes de 2008 había muchas empresas sin proyecto y que atendían más al margen que a la generación de caja. Ahora es todo lo contrario y esto está favoreciendo la productividad”, explicó Ana Ribalta.

Sobre el futuro y los retos de la financiación bancaria, Ana Ribalta señaló que, **a pesar del ajuste crediticio producido en los años de crisis, el sector bancario conserva su hegemonía histórica. La financiación que proporcionan tiene un peso en España del 76% sobre el total, muy similar al de Alemania e Italia, que supone el 73% y 72%, respectivamente.**

Tanto interna como externamente, **las entidades bancarias también han experimentado cambios sustanciales para adaptarse a la nueva situación. La competencia y la búsqueda del cliente han pasado a ser sus principales inquietudes, además las entidades han introducido mejoras en la selección de los prestatarios, de forma que la asignación del crédito se ha hecho más eficiente a partir de políticas, modelos y sistemas de selección, circuitos de seguimiento, análisis sectorial para mejorar la política de riesgos, o combinaciones de información externa o interna.** “Nosotros tenemos objetivo de riesgos y de clientes”, apuntó Ribalta.

En cuanto a los recursos obtenidos a través de fuentes alternativas y complementarias de financiación, las expertas del Banco Sabadell destacaron “un creciente protagonismo de la financiación de las empresas mediante la emisión de valores de Renta Fija”, impulsado en gran medida por el entorno bajo de tipos de interés y el programa de deuda del Banco Central Europeo. No obstante, “está opción ha sido más factible en empresas de mayor tamaño debido a los costes fijos asociados a este tipo de recurso”. Pero **existe una**



**posición a favor por parte de la industria bancaria hacia las fuentes alternativas. “Se deben complementar el crédito bancario y el procedente del mercado de capitales. Será mucho más interesante para el cliente”**, dijo Ana Ribalta.

### **TENDENCIAS EN LA UEM Y EN ESPAÑA HACIA LA FINANCIACIÓN DESINTERMEDIADA**

El papel que desempeña la Renta Fija dentro del conjunto de la financiación empresarial en Europa y en España centró la ponencia desarrollada por Sergio Mayordomo, del Banco de España. **“Las economías de la zona euro y Japón dependen en gran medida de la financiación mediante préstamos bancarios mientras Reino Unido y Estados Unidos se pueden clasificar como economías basadas en la financiación de mercado”**, reconoció. **“Una adecuada diversificación de las fuentes de financiación de las empresas tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad de las mismas. Una economía excesivamente bancarizada está más expuesta a shocks del sistema bancario los cuales podrían afectar en última instancia a la economía real”**, añadió.

Los resultados de un estudio realizado por el Banco de España relativo a grupos no financieros cotizados en 8 países europeos (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Portugal y España), confirma que **la fuente de financiación más relevante para las empresas europeas y especialmente para las españolas, son los préstamos bancarios, aunque a partir de 2007 se produce un aumento significativo de la importancia de los valores de renta fija en los pasivos de las sociedades no financieras. Entre 2015 y 2016 se produce una convergencia de las empresas españolas con las europeas.** “El proceso de desintermediación reciente ha sido muy importante en España, hay una mayor predisposición para las emisiones pero todavía un 60% de las empresas cotizadas en la Bolsa podría beneficiarse de esta opción porque no lo ha hecho”, añadió. El trabajo revela también que **la emisión de renta fija es mayor “cuanto más grande es el grupo y con mayor riesgo**, probablemente por las dificultades de encontrar crédito bancario por los requerimientos de capital exigidos a la banca para financiar a ese sector”. Ya no se aprecian diferencias entre grupos cotizados comparables de Europa, en gran parte por la coyuntura originada tras la crisis.

Asimismo, Mayordomo destacó que “el diferencial del coste de financiación mediante bonos frente a préstamos tiene un efecto importante sobre la composición de los pasivos. Así, un aumento en la rentabilidad de los bonos relativa al tipo de interés de los préstamos produce un efecto sustitución que lleva a las empresas a financiarse por medio de préstamos”.



Sobre la persistencia de la tendencia actual a la desintermediación que se observa en Europa y en España en particular, el experto del Banco de España opina que **la desintermediación tendrá un efecto temporal o permanente según cobren protagonismo los factores que intervengan.**

Entre los factores temporales, se encuentran el bajo nivel de los tipos de interés - que reduce el coste de las emisiones de bonos frente a los préstamos- y las medidas adoptadas por el BCE, especialmente el *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP). “Desde el anuncio del CSPP en marzo de 2016 hasta mediados de abril de 2017, la rentabilidad media de los bonos emitidos por sociedades no financieras españolas que eran elegibles para su compra por el programa disminuyó en 44 puntos básicos”, explica Mayordomo. Esta circunstancia se trasladó a otro tipo de bonos, fuera del programa, y aceleró nuevas emisiones. “Los fondos obtenidos mediante la emisión de nuevos bonos tras el anuncio del CSPP fueron utilizados para disminuir el saldo de créditos bancarios, lo que reforzó el efecto desintermediación”, según un estudio reciente del Banco de España.

Según Mayordomo, **los factores persistentes que pueden influir en la consolidación de la desintermediación son los requerimientos de capital bancario, que pueden dar lugar a mayores restricciones del crédito; el desarrollo del MARF, que agiliza los trámites y los costes y está diseñado para empresas de menor dimensión y el nuevo marco regulatorio europeo, donde la Unión del Mercado de Capitales pretende “proporcionar a las empresas nuevas fuentes de financiación, especialmente para las PYMEs y la reducción del coste para la obtención del mismo”.** La Comisión Europea ha diseñado un **plan que se completará previsiblemente en 2019 donde la mayoría de las actuaciones se centran en “el paso de la intermediación financiera a los mercados de capitales y en la eliminación de los obstáculos que impiden la inversión transfronteriza”.** “Habrá una mayor diversificación financiera, más capacidad para estabilizar la economía, más inversión y mejor asignación de riesgos y capitales de toda la Unión Europea”, recuerda Sergio Mayordomo.

La regulación española es otro elemento más dentro de este bloque señalado. “Se han realizado esfuerzos a nivel nacional para conseguir un mejor acceso de las empresas a los mercados de Renta Fija y por tanto, una mayor diversificación de las fuentes de financiación”, manifestó. El experto recalcó el **papel de las nuevas infraestructuras como el MARF que mejoran la canalización de recursos financieros mediante la emisión de valores de Renta Fija y que “pese a su limitada importancia en el presente, su funcionamiento resulta crucial para el acceso a los mercados y a la diversificación de las fuentes de financiación por parte de empresas que tienen mayores dificultades para ello”.** También la aprobación en 2015 de la Ley de Fomento de la



Financiación Empresarial, que modifica el régimen de emisión de obligaciones de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, tiene gran relevancia en esta línea.

Para **Mayordomo existe otra serie de factores, no necesariamente relacionados con los mercados de Renta Fija, cuya evolución tendrá un efecto sobre la desintermediación: el capital-riesgo, la banca en la sombra y las *fintech***, entre otros. En relación a estos dos últimos elementos, mencionó un estudio sobre el mercado hipotecario de Estados Unidos, donde se muestra que la cuota de mercado de la banca en la sombra y las *fintech* se ha duplicado de 2007 a 2015. Este aumento se debe a la disminución de la actividad de la banca tradicional en los mercados en los que existen mayores requerimientos de capital y, en menor medida, a la mejora de la tecnológica.

A modo de conclusión, Sergio Mayordomo reforzó sus conclusiones: **“los estudios académicos más recientes sugieren que estructuras de financiación extremas no resultan óptimas y una mayor diversificación está relacionada con mayor inversión y con un menor efecto de potenciales *shocks* negativos derivados de una crisis financiera, independientemente de si se producen sobre el sistema bancario o los mercados financieros. “Tanto la excesiva dependencia de una entidad de crédito con problemas como una alta exposición a los mercados de renta fija pueden resultar contraproducentes en momentos de tensiones”**.

### **¿COMO MEJORAR LA PRESENCIA DE EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES?**

La reducida presencia de empresas españolas no financieras en los mercados de capitales tanto de renta fija como de acciones sirvió de marco para la ponencia elaborada por Eudald Canadell y María Isabel Cambón, Director e Investigadora del departamento de estudios y estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, presentada por Cambón. Comenzaron **destacando el papel de los mercados durante la crisis, ya que “consiguieron estabilizar los flujos de financiación de las empresas en los momentos de contracción del crédito, mostrando su papel anticíclico”**.

El rol asumido por los mercados durante estos años ha desembocado en un **sistema financiero más equilibrado, donde los bancos siguen teniendo el mayor protagonismo pero otras vías de financiación como los mercados de capitales, las instituciones de inversión colectiva, los seguros o los fondos de pensiones han ganado peso**. De esta forma, **los activos del sector bancario en España se han reducido desde máximos cercanos al 330% del PIB en 2012 hasta algo menos del 250% del PIB,**



mientras que el saldo vivo de la deuda junto con la capitalización de las acciones se ha ido incrementando progresivamente hasta superar el umbral del 200% del PIB.

**La financiación no bancaria, a través de los mercados de capitales, ha experimentado en España un ascenso desde el 20% al 40%, sobre la suma total de ambas, bancaria y de mercado de capitales, en los últimos años. Pese al avance, aún queda lejos de lo que supone en otros países como Estados Unidos y Reino Unido, del 70% y del 80%, respectivamente.**

Durante el periodo de crisis, la financiación obtenida por las sociedades no financieras a través de los mercados de capitales con emisiones de acciones o deuda jugó un papel amortiguador de las restricciones de financiación. Los préstamos bancarios que llegaron a concentrar el 43% del pasivo de las sociedades no financieras españolas en 2010, ha bajado al 30%. Las acciones y participaciones en capital han incrementado su importancia en el pasivo total del 40% al 57%, lo que pone de relieve una vez más, según los expertos de la CNMV, “el carácter anticíclico o estabilizador de los mercados de capitales como fuente de financiación del sector empresarial, que no sustituye del crédito bancario”.

Pero “a pesar del entorno favorable que ofrecen los mercados de capitales, siguen fuertemente dominados por las emisiones de las grandes empresas, debido a los costes asociados tanto a la emisión de acciones como de Renta Fija”, dijo María Isabel Cambón. “El incremento del tamaño de las compañías mejoraría las condiciones, aunque se trata de un proceso nada sencillo debido a los umbrales regulatorios y al modelo de negocio de la economía española, muy ligada al sector de servicios”, subrayó.

La Comisión Nacional de Mercado de Valores ha detectado una disminución del importe de las emisiones de deuda, hasta una media de 400 millones de euros en 2016. Para el organismo los factores que explican este hecho se deben al proceso de reestructuración bancaria, menores necesidades de las empresas ante un contexto de elevado apalancamiento, los diferentes programas de compra del BCE, y la tendencia de algunas grandes sociedades a emitir en el exterior, observada también en otros países europeos. La media de las emisiones de Renta Variable (acciones) se mantienen sobre los 300 millones y han evolucionado de forma mucho más estable en el tiempo.

Cambón resaltó las iniciativas llevadas a cabo en los últimos años para facilitar y fomentar el acceso de las PYMES a los mercados de capitales, como la creación del



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

**MAB y el MARE.** También consideró otra “alternativa interesante” el capital-riesgo, donde la inversión más habitual se hace en forma de capital y las empresas objetivo suelen estar en una fase inicial (*early stage*), en expansión. “Las compañías de capital-riesgo pueden encontrar en los mercados de capitales la oportunidad de hacer líquida su inversión y obtener su rendimiento”, explicó.

La Ley de Fomento a la Financiación de 2015 también apoyó el **desarrollo de plataformas de financiación participativa como el crowdfunding**. Estas plataformas ponen en contacto de manera profesional y a través de la web u otros medios electrónicos a un conjunto de inversores que ofrece financiación a cambio de una rentabilidad con aquellas personas físicas o jurídicas que demandan estos recursos. Hasta noviembre de 2017 la CNMV había autorizado 21 plataformas.

Cambón declaró que hay que seguir **apoyando el desarrollo de todas estas opciones y también buscar otras fórmulas**. “**Se debería eliminar o disminuir las trabas que impiden el crecimiento empresarial y acometer la creación de vehículos que fomentaran la inversión en valores emitidos en las plataformas alternativas**”, explicó. **Una posibilidad apuntada serían fondos que invirtieran en crédito a las empresas de pequeño y mediano tamaño**.

La CNMV también considera igualmente importante la **creación o modificación de los límites regulatorios a la cartera de inversión de algunos inversores institucionales, la creación de incentivos fiscales y “la interiorización y normalización de la tecnología en el nuevo espectro de financiación”**.

Cambón resumió su intervención comentando que “**la CNMV valora de forma muy importante la ampliación de la base inversora en este tipo de compañías y mercados, así como la formación financiera. Es necesario un cambio cultural; la educación es fundamental a cualquier nivel, también en el financiero**. Es un reto tanto para España como para Europa”, manifestó.



## **1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema**

### **1. EL TAMAÑO EMPRESARIAL COMO PALANCA DE LA PRODUCTIVIDAD, LA INVERSIÓN Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO. NUEVAS PERSPECTIVAS PARA ABORDAR EL PROBLEMA\***

El tejido empresarial español se caracteriza por empresas de menor tamaño que en los principales países europeos comparables. Esta reducida dimensión empresarial dificulta la realización de proyectos de inversión, especialmente en ámbitos relevantes como la I+D+i y las tecnologías de la información y la comunicación, así como la internacionalización de las empresas. Asimismo, una menor escala limita el acceso a la financiación y se asocia con un gobierno corporativo menos eficaz y una menor cualificación de los equipos gestores. Todos estos elementos inciden en la productividad de las empresas y, por tanto, del conjunto de la economía.

Diferentes organismos internacionales como la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos han estudiado las consecuencias del reducido tamaño empresarial español y han alentado reformas regulatorias en la materia.

En este contexto, el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad ha elaborado el “*Informe sobre crecimiento empresarial*” que describe la composición de nuestra estructura empresarial, analiza las razones de este reducido tamaño y presenta actuaciones que facilitarían que las empresas alcancen su tamaño óptimo. Concretamente, se propone la revisión de los umbrales regulatorios, es decir, aquellas regulaciones vinculadas al tamaño de las compañías, la mejora del clima de negocio y el refuerzo de la unidad de mercado.

---

\* Pedro Guerrero Meseguer, Subdirector General de Análisis Sectorial en el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.



### 1. El tamaño de las empresas españolas

Las empresas españolas son más pequeñas que en países comparables. Por ejemplo, el número medio de trabajadores es de 4,7 frente a 11,7 en Alemania, 11 en Reino Unido y 5,7 en Francia.

A su vez, la estructura empresarial está notablemente sesgada hacia las microempresas (entre 1 y 9 trabajadores) que contribuyen al 25,7% del valor añadido de la economía, frente al 15,6% en Alemania. Además, el conjunto de PYMEs en España generan el 62% del valor añadido bruto, frente al 54% en Alemania. La Tabla 1 muestra el valor añadido bruto generado por los distintos tipos de empresa en los principales países de la Unión Europea y permite observar como las PYMES españolas tienen un mayor peso en el valor añadido bruto de la economía que en los restantes países analizados, salvo Italia.

**TABLA 1. VALOR AÑADIDO BRUTO (% DEL TOTAL) SEGÚN TAMAÑO DE EMPRESA**

	9 empleados	10-19 empleados	20-49 empleados	50-249 empleados	>250 empleados
España	25,7	7,9	10,9	17,4	38,0
Alemania	15,6	8,3	10,2	19,9	45,9
Francia	26,5	7,3	10,4	15,7	40,1
Italia	29,2	10,6	11,3	16,9	32,1
Reino Unido	20,0	7,0	9,1	17,0	46,9

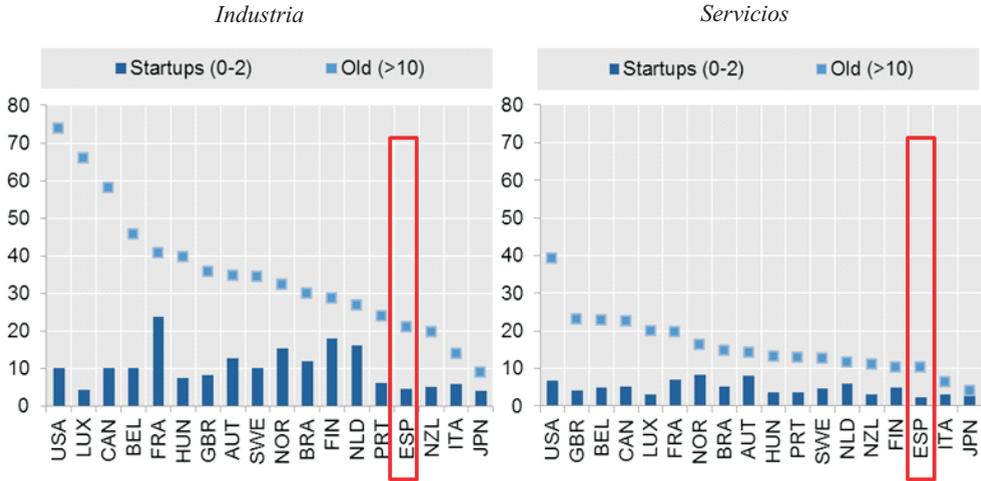
Fuente: *Entrepreneurship at a glance 2016*, OCDE.

Por otro lado, el reducido tamaño de nuestras empresas se observa desde sus primeros años de vida y perdura cuando maduran. Es decir, las empresas españolas tardan más en crecer tal como se observa en el Gráfico 1.



## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

### GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL TAMAÑO EMPRESARIAL (NÚMERO DE TRABAJADORES)



**Fuente:** “The dynamics of employment growth: new evidence from 18 countries”. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, nº 14, OECD Publishing.

Concretamente, en los primeros años de vida las empresas españolas son algo más pequeñas que en los principales países comparables, tanto en el sector industrial como en el sector servicios. Sin embargo, estas diferencias se van amplificando con el paso del tiempo porque nuestras empresas crecen más despacio. El resultado es un tejido empresarial caracterizado por la prevalencia de empresas muy pequeñas que presentan una aportación relevante al valor añadido bruto de la economía.

Esta reducida dimensión empresarial dificulta la realización de proyectos de inversión, especialmente en ámbitos relevantes como la I+D+i y las tecnologías de la información y la comunicación, así como la internacionalización. Asimismo, el tamaño empresarial está relacionado con otras variables determinantes de la productividad, como el acceso a la financiación (las empresas de menor tamaño muestran mayor dependencia de la financiación bancaria y mayores restricciones al crédito), la cualificación de los equipos gestores y el gobierno corporativo.

Los principales organismos internacionales (Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) han



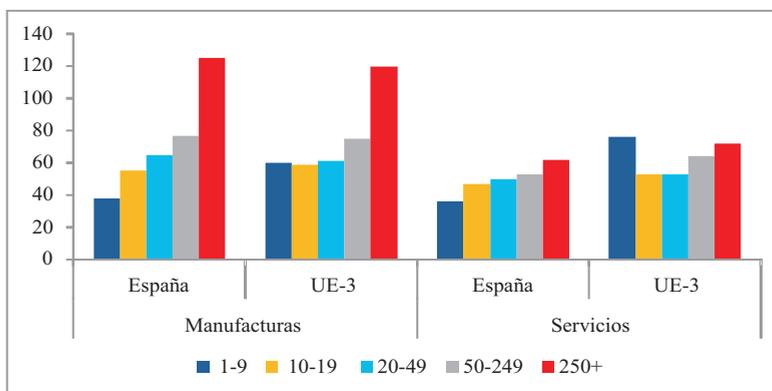
## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

estudiado las consecuencias del reducido tamaño empresarial. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup> afirma que:

*“la baja productividad de la economía española está explicada en parte por el predominio de empresas pequeñas y poco productivas. [...] las empresas pequeñas tienen mayor probabilidad de ser menos productivas porque tienen mayor dificultad para exportar e innovar, y para realizar economías de escala. Como resultaba esperable, el análisis empírico de la productividad empresarial, utilizando datos a nivel de empresa para el período 2006-13, confirma que el tamaño corporativo está fuertemente y positivamente correlacionado con la productividad”.*

El Gráfico 2, muestra como las empresas españolas son menos productivas que en países comparables y existe un importante gap de productividad entre empresas de distinto tamaño. Por ejemplo, las microempresas industriales son mucho menos productivas que las restantes categorías de PYME industrial, siendo esta diferencia muy acusada cuando se realiza una comparación respecto a los principales países europeos<sup>2</sup>. Algo similar ocurre en el sector servicios aunque de manera menos intensa.

**GRÁFICO 2. PRODUCTIVIDAD SEGÚN EL TAMAÑO EMPRESARIAL  
(MILES DE \$ POR EMPLEADO)**



Fuente: “Informe país 2016 – España”, Comisión Europea.

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional (2015). “Country Report 15/233. Spain, selected issues”, p. 43.

<sup>2</sup> En el Gráfico 3 el término UE-3 hace referencia al promedio de Alemania, Francia y Reino Unido.

<sup>3</sup> Moral-Benito, E. (2016). “Growing by learning: firm-level evidence on the size productivity nexus”. Documentos de Trabajo N° 1613, Banco de España.

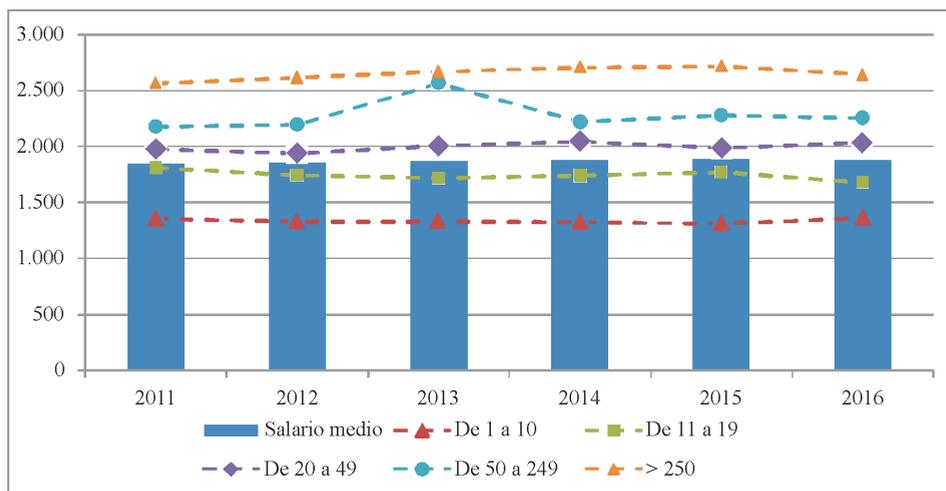


## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

El Ministerio de Economía, Industria y Competitividad ha realizado un análisis del impacto que se produciría si, partiendo de los actuales niveles de productividad empresarial, el tamaño de las empresas españolas convergiera hacia tamaños similares a los existentes en los principales países de la UE. De esta manera, si la estructura empresarial convergiera a la media de la UE, el Producto Interior Bruto se podría ver incrementado en unos 3,5 puntos porcentuales. De forma similar, si la estructura empresarial fuera equivalente a la existente en Alemania, el Producto Interior Bruto español podría verse incrementado en unos 6 puntos porcentuales.

Por otro lado, las empresas de mayor tamaño pagan retribuciones más elevadas que las empresas de menor tamaño, tal como refleja el Gráfico 3. En efecto, las empresas de mayor tamaño son más productivas y retribuyen mejor a sus trabajadores.

**GRÁFICO 3. SALARIO MEDIO (€) SEGÚN TAMAÑO DE EMPRESA**



Fuente: Encuesta de Población Activa, Instituto Nacional de Estadística

## 2. Causas del reducido tamaño empresarial español

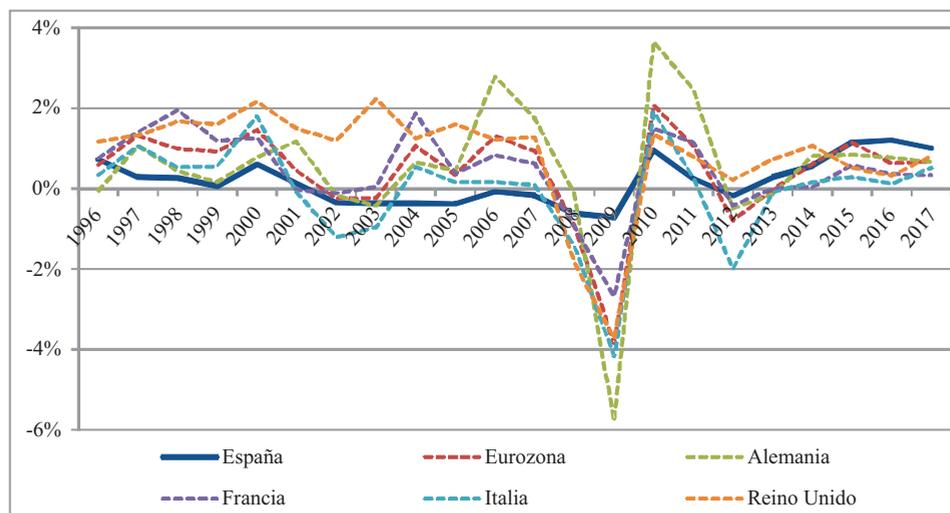
Existen diferentes factores que inciden en el tamaño empresarial y que se relacionan con la propia estructura económica e incluso con motivos sociales y culturales. Entre otros, pueden citarse las perspectivas de la demanda, el talento directivo y la cualificación de los trabajadores, la evolución de la tecnología, el acceso a los recursos financieros y el



nivel de apalancamiento, y la regulación y el marco institucional. Igualmente, la productividad también parece ser un elemento determinante del tamaño empresarial porque las empresas productivas son capaces de crecer más<sup>3</sup>.

La productividad de la economía española ha mejorado considerablemente en los últimos años, tal como refleja el Gráfico 4. Desde el año 2014, se observa un considerable crecimiento de la productividad total de los factores en un contexto de elevado crecimiento económico y creación de empleo. Esta reciente evolución contrasta con lo ocurrido en el periodo 1994-2008, donde la economía española creció de forma continuada, pero la productividad total de los factores mostró un comportamiento desfavorable.

**GRÁFICO 4. PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES  
(TASA DE VARIACIÓN ANUAL)**



**Fuente:** AMECO, Comisión Europea.

Diversos factores explican la reciente evolución de la productividad, incluido un patrón de crecimiento sectorial más equilibrado y la constatación de que las empresas que han superado la crisis son más eficientes, dinámicas, competitivas y volcadas al exterior que anteriormente.

<sup>3</sup> Moral-Benito, E. (2016). "Growing by learning: firm-level evidence on the size productivity nexus". Documentos de Trabajo N° 1613, Banco de España.



## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

A continuación se exponen 3 ámbitos regulatorios que resultan relevantes para el crecimiento empresarial: los umbrales regulatorios, el clima de negocios y la unidad de mercado. Es importante señalar que una de las principales virtudes de este análisis es que permite abordar cuestiones regulatorias concretas y claramente identificadas, por lo que sería posible implementar medidas específicas de política económica que colaboren a fomentar el crecimiento de nuestras empresas.

### *Examen de los umbrales regulatorios*

Los principales organismos internacionales<sup>4</sup> y diversos estudios académicos<sup>5</sup> han identificado a los umbrales regulatorios como una posible dificultad para el crecimiento empresarial en España. Es decir, determinadas regulaciones se activan cuando las empresas superan determinados umbrales de actividad, dando lugar a costes incrementales para las empresas y mayores dificultades para que éstas alcancen su escala productiva óptima.

El Ministerio de Economía, Industria y Competitividad ha realizado una revisión de la normativa estatal de tipo horizontal con el fin de identificar umbrales regulatorios. El ejercicio se ha centrado en la normativa fiscal, laboral, contable, financiera, de seguros y de competencia<sup>6</sup> y ha permitido identificar más de 130 regulaciones vinculadas al tamaño empresarial.

De este ejercicio se extraen fundamentalmente tres conclusiones, a saber, que existen numerosas regulaciones contingentes al tamaño empresarial, que estas regulaciones son de muy diversa índole y que tales regulaciones tienden a concentrarse en determinados umbrales.

---

<sup>4</sup> Véase p. 67 y siguientes de “Country Report Spain 2016: Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances”; SWD (2016) 78 final Comisión Europea. También véase p. 119 y siguientes de “OECD Economic Survey: Spain 2014”. Y véase p. 4 y siguientes de “Spain: Selected Issues”; Country Report n° 17/24 del Fondo Monetario Internacional (2017).

<sup>5</sup> Véase entre otros “Heterogeneous responses to effective tax enforcement: evidence from Spanish firms”; Almunia, M. y D. López-Rodríguez; Documento de Trabajo n° 1419 del Banco de España (2014). Véase también “Firm size distortions and the productivity distribution: evidence from France”; Garicano, L., J. Van Reenen, C. Lelarge; NBER WP 18841 - Febrero 2013.

<sup>6</sup> El análisis, entre otros, deja fuera las normas sectoriales; las convocatorias de ayudas públicas que puedan recoger umbrales relacionados con el tamaño empresarial; otros umbrales como los metros cuadrados; o umbrales cualitativos, como la naturaleza jurídica del operador económico (p.e. societaria versus autónomo).



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

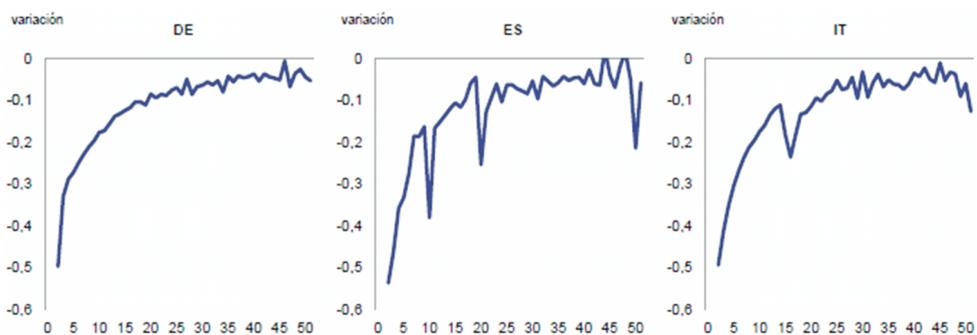
Concretamente, cuando se toma como referencia el número de trabajadores, se observa una concentración de regulaciones en el trabajador número 10, 50 y 250. La segunda referencia más frecuente en las regulaciones dependientes del tamaño es la cifra de negocios, donde los umbrales más repetidos son 2, 6 y 10 millones de euros.

Por ejemplo, con más de 10 trabajadores las empresas dejan de tener derecho a ciertas bonificaciones a la contratación y dejan de aplicarse los criterios contables de las microempresas. Por otro lado, si una empresa alcanza los 50 empleados no puede utilizar el contrato de apoyo a emprendedores y surge la obligación de someter las cuentas a una auditoría externa. Y cuando se superan los 6 millones de euros de facturación, se endurece el régimen de pago fraccionado del impuesto sobre sociedades y se pasa de liquidar el IVA trimestralmente a tener que hacerlo todos los meses.

En estos ejemplos también se observa que los umbrales relativos al número de trabajadores resultan especialmente relevantes en materia laboral y los umbrales relativos a la cifra de negocio son especialmente relevantes en materia fiscal.

El Gráfico 5 a continuación, muestra el impacto de determinados umbrales regulatorios en el número de empresas y, por tanto, en el crecimiento de las mismas.

### GRÁFICO 5. VARIACIÓN PORCENTUAL DEL NÚMERO DE EMPRESAS AL AUMENTAR EL NÚMERO DE EMPLEADOS (2006-2013)



Fuente: European Commission SWD (2016) 78 final.

Por ejemplo, se observa que el número de empresas con 10 trabajadores es un 40% inferior al número de empresas con 9 trabajadores y algo similar ocurre con el trabajador número



## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

50. Estos saltos en la distribución empresarial son estadísticamente significativos y característicos de España, dado que no se observan en otros países como Alemania o Italia.

En este contexto, las posibilidades de reforma regulatoria podrían incluir las siguientes medidas:

- Eliminación de umbrales. Sería la opción idónea cuando la regulación dependiente del tamaño empresarial no resulte necesaria y proporcionada<sup>7</sup>.
- Sustitución del umbral vinculado a tamaño por algún otro umbral. Esta posibilidad se siguió en la reforma del impuesto de sociedades de 2014<sup>8</sup>. El tipo de gravamen reducido, que estaba reservado a las PYMEs fue reformado de forma que quedó exclusivamente disponible para empresas de nueva creación.
- *Phase out* de la regulación. Esta es la opción seguida en las normas de auditoría y contabilidad, donde la regulación sólo se activa si la empresa rebasa los umbrales durante dos ejercicios consecutivos. Suaviza el “*efecto escalón*” de la regulación.
- Modificación de los umbrales. Podría darse una revisión al alza o a la baja en función de la regulación concreta y también pueden desacoplarse regulaciones de los umbrales más frecuentes, como el de los 50 trabajadores, para evitar los “*efectos escalón*” en la distribución de empresas.

### ***Mejora del clima de negocios***

El clima de negocios es la facilidad o dificultad para abrir o cerrar una empresa, así como las condiciones para el desarrollo de la actividad que realice. Un buen clima de negocios se traduce en capacidad de adaptar el tamaño y la propia existencia de la empresa a las condiciones de la demanda y de la actividad económica en general.

A nivel macroeconómico, esta flexibilidad permite la “*reasignación de recursos hacia las empresas de productividad más elevada, lo que se traduce en un mayor potencial de crecimiento del conjunto de la economía*”<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> La necesidad y la proporcionalidad de las norma son un principio básico de la buena regulación económica. En el ordenamiento español estos principios quedan recogidos en numerosas normas, siendo las principales el artículo 26.2 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno; el artículo 4 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público; el artículo 129 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas; y el artículo 5 de la Ley 20/2013, de 9 de diciembre, de Garantía de la Unidad de Mercado.

<sup>8</sup> Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto de sociedades.

<sup>9</sup> Banco de España (2015). “*Informe Anual. La dinámica empresarial en España, características, determinantes e implicaciones*”. Página 111.



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

Existe abundante evidencia de que la regulación del clima de negocios impacta directamente en la dinámica empresarial y, como resultado, en la actividad económica y empleo. Según la Comisión Europea la mejora del clima de negocios contribuye al crecimiento económico<sup>10</sup>. Por otro lado, una reducción de las cargas administrativas en un 25% tiene un impacto positivo del 1,6% en el crecimiento de la Unión Europea<sup>11</sup>. Finalmente, un estudio reciente del Banco Europeo de Inversiones<sup>12</sup> concluye que la regulación excesiva puede afectar a la inversión dado que las cargas administrativas y otros costes regulatorios<sup>13</sup> elevan el coste de las inversiones.

En España, la facilidad para hacer negocios ha mejorado en los últimos años. El informe *Doing Business 2018*, publicado por el Banco Mundial en octubre de 2017, sitúa a España en el puesto 28 de un total de 190 países, frente al puesto 52 en la edición de 2014<sup>14</sup>.

Sin embargo, existen otras fuentes que ponen de relieve una percepción negativa del clima de negocios en España. Por ejemplo, la Comisión Europea publicó en 2015 los resultados de una encuesta *Euro barómetro* a gran escala, realizada entre 10.603 empresas, que preguntaba por la facilidad para abrir una empresa y las dificultades para el desarrollo de su actividad. Las respuestas resultaron negativas en el caso de España, que es el segundo país (tras Italia) en el que se perciben más dificultades, tanto para la apertura como para el desarrollo de la actividad empresarial.

Aunque esta última encuesta *Euro barómetro* es anterior al último informe *Doing Business* y ambos estudios se basan en metodologías muy diferentes, si puede afirmarse que el clima de negocios en España ha mejorado en los últimos años, aunque sigue existiendo un importante margen de mejora.

---

<sup>10</sup> Varga, J. y J. Intveld (2014), “*The potential growth impact of structural reforms in the EU; A benchmarking exercise*”. European Economy Economic Papers, Nº 541.

<sup>11</sup> Poel, K., W. Marneffé, S. Bielen, B. Van Aarle y L. Vereeck (2014). “Administrative Simplification and Economic Growth: A Cross Country Empirical Study”. *Journal of Business Administration Research*, Vol.3, Nº1.

<sup>12</sup> Banco Europeo de Inversiones (2016), “*Breaking down investment barriers at ground level; Case studies and other evidence related to investment barriers under the third pillar of the Investment Plan for Europe*”.

<sup>13</sup> Como los procesos de adaptación de la empresa para cumplir con los requisitos y pago de tasas por licencias, entre otros.

<sup>14</sup> Este informe del Banco Mundial toma como referencia lo que ocurre en Madrid. Por otro lado, una parte relevante de esta mejora en el ranking se debe a reformas regulatorias concretas implementadas en los últimos años, aunque otra parte se debe a los propios cambios metodológicos del Banco Mundial.



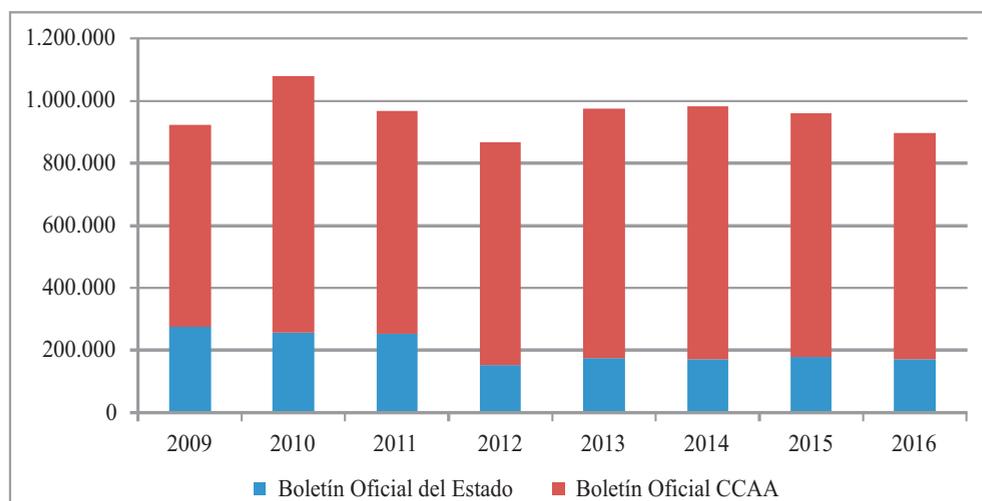
## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

La mejora del clima de negocios puede lograrse con medidas encaminadas a promover y facilitar la apertura de empresas, la obtención de los distintos permisos necesarios para ejercer las distintas actividades, la agilidad y el coste del registro de propiedades, la disponibilidad de fuentes de financiación bancaria y no bancaria, el marco concursal y de insolvencia empresarial, el buen funcionamiento del sistema judicial, la fiscalidad o la normativa laboral, entre otros.

### *La unidad de mercado*

A su vez, la fragmentación del mercado doméstico y la excesiva proliferación normativa suponen una traba para el crecimiento empresarial. En España, cada año se aprueban muchas normas a distinto nivel territorial, en parte debido al reparto competencial entre el Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales. Sin embargo, la CEOE indica que en 2016 el número total de páginas del Boletín Oficial del Estado ascendió a un total de 172.000, frente a las 724.000 páginas de Boletines Oficiales de las Comunidades Autónomas. Estas cifras indican la existencia de una importante hiperregulación, tal como muestra el Gráfico 6.

**GRÁFICO 6. NÚMERO DE PÁGINAS EDITADAS EN LOS BOLETINES OFICIALES**



Fuente: CEOE 2017.



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

Este exceso regulatorio socava la capacidad de las empresas para aprovechar las economías de escala y alcance, para modernizarse y para ser más productivas. A su vez, estas ineficiencias se amplifican cuando las empresas deben soportar cargas administrativas duplicadas y afrontar trámites y requisitos distintos en las diferentes regiones.

Según la Agencia de Evaluación de Políticas Públicas (AEVAL), dos tercios de los operadores encuestados en 2011 pensaban que, a la hora de crear un negocio, “*las Administraciones no están bien coordinadas*”, y tres cuartos que “*las Administraciones te preguntan por los mismos documentos varias veces*”.

Por otro lado, el informe regional “*Doing business en España 2015*”, publicado por el Banco Mundial en 2015, también pone de manifiesto las diferencias normativas y administrativas entre las distintas Comunidades Autónomas, evidenciadas, por ejemplo, en el número de días que en cada región han de invertirse para iniciar una actividad económica. Este último informe concluye, entre otras cuestiones, que los empresarios españoles encuentran importantes diferencias al hacer negocios según donde estén ubicados, pero que en cada Comunidad Autónoma se han desarrollado buenas prácticas regulatorias que se pueden replicar en otras regiones y que la cooperación entre los distintos niveles de gobierno es fundamental para reducir la carga regulatoria de las empresas.

A su vez, la Ley 20/2013, de 9 de diciembre, de Garantía de la Unidad de Mercado, pretende facilitar el acceso y ejercicio de actividades económicas en el territorio nacional, velando por que todas las actuaciones administrativas y todas las disposiciones y medios de intervención en la actividad económica, sean conformes con una serie de principios de buena regulación económica. El impacto económico esperado de la implementación de esta norma, según el Programa Nacional de Reformas de 2017, sería un incremento del Producto Interior Bruto de 1,6 puntos porcentuales en el largo plazo.

### 3. Conclusiones

El tamaño de las empresas españolas es más reducido que en los principales países europeos comparables. Un menor tamaño empresarial dificulta la realización de proyectos de inversión, la internacionalización, el acceso a la financiación y se asocia a un gobierno corporativo menos eficaz y a una menor cualificación de los equipos gestores. Todos estos elementos inciden en la productividad de las empresas y, por tanto, del conjunto de la economía.

Existen diferentes factores que inciden en el tamaño empresarial y que se relacionan con la propia estructura económica e incluso con motivos sociales y culturales. Entre otros,



## 1. El tamaño empresarial como palanca de la productividad, la inversión y el crecimiento económico. Nuevas perspectivas para abordar el problema

las perspectivas de la demanda, el talento directivo y la cualificación de los trabajadores, la evolución de la tecnología, el acceso a los recursos financieros y el nivel de apalancamiento de las empresas, y la regulación y el marco institucional. Asimismo, la propia productividad parece ser un elemento determinante del tamaño empresarial, porque las empresas productivas son capaces de crecer más.

En este artículo se han analizado 3 ámbitos regulatorios que resultan relevantes y de interés en las cuestiones relativas al crecimiento empresarial: los umbrales regulatorios, el clima de negocios y la unidad de mercado. Es importante señalar que este enfoque permite evaluar cuestiones regulatorias concretas y claramente identificadas, lo que permitiría implementar medidas específicas de política económica que colaboren a fomentar el crecimiento de nuestras empresas.

### Bibliografía

- AEVAL (2011). *“Evaluación de las trabas administrativas para la creación de empresas”*.
- ALMUNIA, M Y D. LÓPEZ-RODRÍGUEZ (2014). *“Heterogeneous responses to effective tax enforcement: evidence from Spanish firms”*. Documento de Trabajo n° 1419 Banco de España (2014).
- BANCO DE ESPAÑA (2015). *“Informe Anual. La dinámica empresarial en España, características, determinantes e implicaciones”*.
- BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (2016). *“Breaking down investment barriers at ground level; Case studies and other evidence related to investment barriers under the third pillar of the Investment Plan for Europe”*.
- BANCO MUNDIAL (2015). *“Doing business en España 2015”*.
- BANCO MUNDIAL (2017). *“Doing Business 2018”*.
- CEOE (2017) *“La producción normativa en 2016”*.
- COMISIÓN EUROPEA (2016). *“Country Report Spain 2016: Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances”*. SWD (2016) 78 final.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015). *“Country Report 15/233. Spain, selected issues”*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2017). *“Country Report 17/24. Spain: Selected Issues”*.
- GARICANO, L., J. VAN REENEN Y C. LELARGE (2013). *“Firm size distortions and the productivity distribution: evidence from France”*. NBER WP 18841.



- Moral-Benito, E. (2016). “*Growing by learning: firm-level evidence on the size productivity nexus*”. Documentos de Trabajo Nº 1613, Banco de España.
- OCDE (2014). “*OECD Economic Survey: Spain 2014*”.
- POEL, K., W. MARNEFFE, S. BIELEN, B. VAN AARLE y L. VEREECK (2014). “*Administrative Simplification and Economic Growth: A Cross Country Empirical Study*”. Journal of Business Administration Research, Vol.3, Nº1.
- VARGA, J, y J. INTVELD (2014). “*The potential growth impact of structural reforms in the EU; A benchmarking exercise*”. European Economy Economic Papers Nº 541.

### Referencias normativas

- LEY 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno.
- LEY 20/2013, de 9 de diciembre, de Garantía de la Unidad de Mercado.
- LEY 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto de sociedades.
- 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
- LEY 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.



### 2. FINANCIACIÓN BANCARIA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA\*

#### Abstract

El stock de crédito a empresas ha experimentado, a nivel agregado, un importante ajuste en los últimos años. Esto no ha impedido que la inversión se haya recuperado de forma significativa desde 2013. La inversión se ha financiado con el ahorro empresarial y a través de un mayor acceso a los mercados de capitales. Asimismo, el crédito ha fluído hacia las empresas y sectores más saneados, en un contexto en que los bancos han introducido mejoras en la selección de los prestatarios.

Actualmente, la actividad crediticia se encuentra en un proceso de normalización, con una recuperación ya observable en las nuevas operaciones de crédito. El crédito está encontrando apoyo en la favorable coyuntura económica, en la mejor situación financiera de las empresas, en la presencia de un sector financiero saneado y en unas condiciones de financiación muy benignas.

El crédito bancario mantiene un papel dominante como fuente de financiación externa. Ello sucede en un contexto en el que la banca ofrece a la empresa una relación de confianza y de largo plazo, un acompañamiento en sus decisiones de inversión y flexibilidad ante unas necesidades cambiantes. En todo caso, merece una valoración positiva el auge de fuentes de financiación complementarias a la bancaria. La banca puede jugar un rol determinante en este tipo de financiación, adoptando un papel de intermediario y asesor dado el buen conocimiento que dispone o puede llegar a disponer de las partes que interactúan.

---

\* Daniel Carrasco, director de España y Economías Avanzadas; Ana Ribalta Roig, subdirectora general, Global Corporate Banking & EMEA; Sofía Rodríguez Rico, subdirectora general, Economista jefe. Noviembre 2017.



### 1. Importante ajuste del total de crédito a empresas en los últimos años

Durante los últimos años, el crédito a las empresas no financieras ha experimentado un importante ajuste a nivel agregado. En particular, el stock de crédito se ha contraído en los últimos ocho años y se ha situado en los niveles de principios de 2005.

Este comportamiento cabe enmarcarlo en el importante proceso de desendeudamiento acometido por el tejido empresarial español, después de que la deuda llegase a niveles excesivos tanto desde una perspectiva histórica como internacional. En este sentido, a mediados de 2010, la deuda de las empresas no financieras, en relación al PIB, se situaba en el 133%, claramente por encima del conjunto de la zona euro (107%) y más del doble que la cifra existente a finales de 1999 (62%). Desde entonces, la deuda de las empresas se ha reducido en más de 30 p.p. de PIB (101%) y, actualmente, se sitúa por debajo de la zona euro (107%).

El proceso de desendeudamiento ha descansado, por tanto, en flujos de crédito negativos, aunque, en los últimos años, el ajuste también se ha beneficiado de una coyuntura económica más favorable.

### GRÁFICO 1

Crédito a empresas no financieras (variación anual en %)

Deuda de las empresas (en % del PIB)



	Dic-99	Jun-10	Actual
España	62%	133%	101%
Zona euro	85%	107%	107%

Fuente: Banco de España y BCE.

### 2. Notable dinamismo de la inversión pese al intenso desendeudamiento empresarial

El intenso proceso de desendeudamiento empresarial no ha impedido que la inversión empresarial se haya recuperado en España de forma significativa desde el año 2013, con una evolución más favorable que la del conjunto de la zona euro, donde no se ha observado un retroceso del endeudamiento empresarial. Así, el incremento acumulado de la



## 2. Financiación bancaria de la empresa española

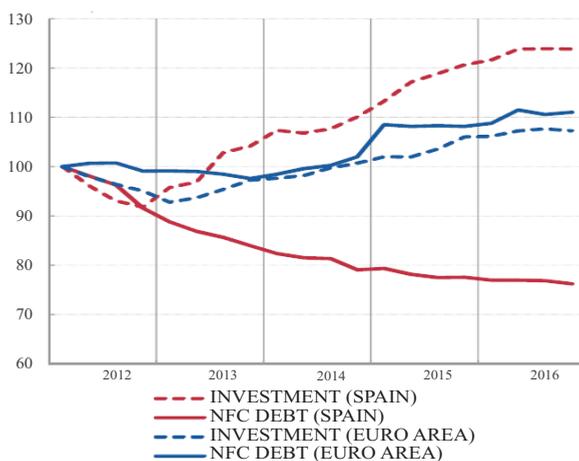
inversión en maquinaria y equipos entre finales de 2012 y finales de 2016 fue del 35% en España, frente al 13% en la zona euro.

Esta situación lleva a preguntarse por cuáles han sido los instrumentos utilizados por las empresas para financiar la inversión en un contexto de contracción del crédito. En este sentido, resulta oportuno analizar el papel jugado por la financiación interna y también por la financiación obtenida por las empresas en los mercados de capitales. Asimismo, resulta conveniente ver hasta qué punto la evolución del crédito esconde comportamientos diferenciales por sectores de actividad y por tipología de empresas.

En conclusión, el comportamiento de la inversión pone de manifiesto que el conocer las pautas del crédito a nivel agregado no resulta suficiente para entender las dinámicas de financiación de las empresas en los últimos años.

### GRÁFICO 2

Inversión y deuda de las empresas (1T12 = 100)



**Fuente:** Banco de España (The financing of corporate investment in Spain along the current recovery phase, 2017).

### 3. Utilización del ahorro empresarial como principal fuente de financiación

Respecto a la financiación interna, cabe señalar que la utilización del ahorro empresarial ha constituido la principal fuente de financiación de la inversión empresarial durante los últimos años. El recurso agregado a la financiación externa en términos netos ha sido prácticamente nulo.



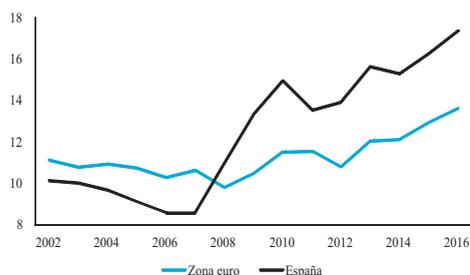
## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

El ahorro de las empresas no financieras ha aumentado de forma significativa en los últimos años y se ha situado en niveles históricamente elevados. En particular, el ahorro bruto ha pasado de representar el 25% del valor añadido bruto empresarial en 2011 al 32% en 2016. La recuperación de los recursos internos se ha visto apoyada por el avance del valor añadido empresarial, la contención de los gastos de personal y la caída de los gastos financieros. El foco de negocio de las empresas parece haber pasado a estar más centrado en la generación de caja que en el margen.

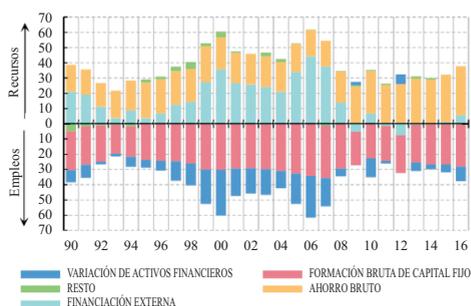
Los datos disponibles apuntan a que las empresas en una situación relativamente débil han venido utilizando los recursos internos para desapalancarse. Por su parte, las empresas más saneadas han recurrido a la financiación interna para invertir, aunque también, como veremos posteriormente, han recurrido a la financiación externa.

### GRÁFICO 3

Ahorro de las sociedades no financieras (% del PIB)



Flujos de inversión y financiación de las empresas (% de su VAB)



Fuente: BCE y Banco de España (Informe anual, 2016).

#### 4. Aumento de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija

Respecto a la financiación en los mercados de capitales, desde el inicio de la crisis se aprecia un creciente protagonismo de la financiación de las empresas mediante la emisión de valores de renta fija. Este tipo de financiación se ha visto apoyada por el prolongado periodo de debilidad del crédito bancario, así como por el carácter ultra-acomodaticio de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y su programa de compra de deuda corporativa. La actuación del BCE ha contribuido al abaratamiento de este tipo de financiación, lo que ha aumentado su atractivo.



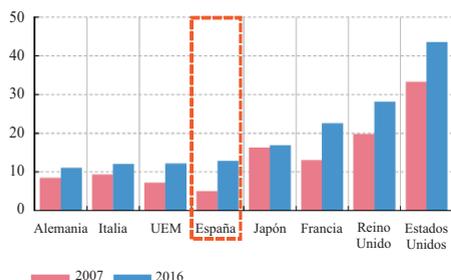
## 2. Financiación bancaria de la empresa española

En cualquier caso, la importancia de esta opción de financiación, al igual que en el conjunto de la zona euro, es relativamente reducida en España si se compara con lo que sucede en países como Reino Unido o Estados Unidos.

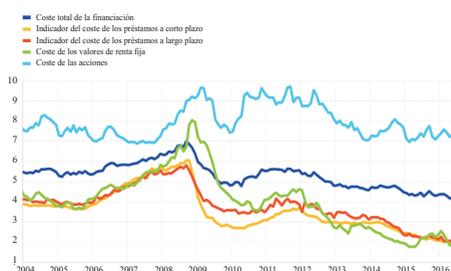
Por otra parte, cabe señalar que, inicialmente, la financiación no bancaria se limitaba, fundamentalmente, a las empresas de mayor tamaño. Esta opción era generalmente inviable para las empresas más pequeñas, dados los costes fijos a los que hacer frente para conseguir fondos en los mercados de capitales. Sin embargo, el avance hacia una industria más competitiva está permitiendo la entrada de jugadores de menor tamaño.

### GRÁFICO 4

Peso de la renta fija sobre la deuda (en %)



Coste de la financiación externa de las empresas de la zona euro (en %)



**Fuente:** Banco de España (Informe anual, 2016) y BCE (Boletín económico, Número 5 / 2016).  
Nota del gráfico de la izquierda: La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos.

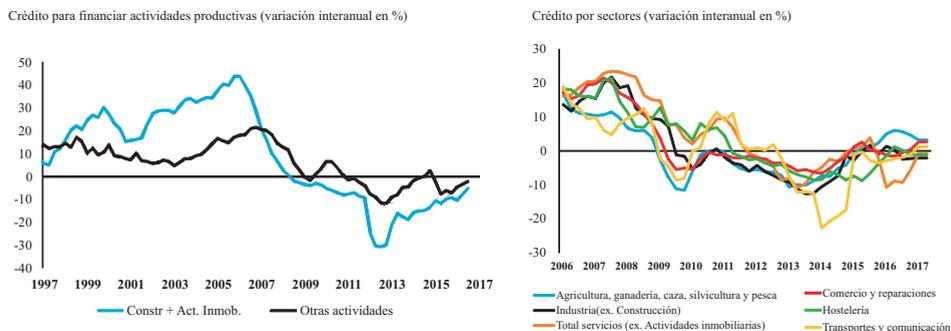
## 5. Comportamiento heterogéneo del crédito por sector de actividad

Por lo tanto, la contracción del crédito empresarial se ha visto contrarrestada por la utilización de financiación interna y por un mayor acceso de las empresas a los mercados de capitales. Además, es importante poner de manifiesto que, efectivamente, el comportamiento del crédito a nivel agregado esconde importantes diferencias por tipo de sector y empresa.

Desde un punto de vista sectorial, el ajuste del crédito ha sido especialmente intenso en la construcción y en la promoción inmobiliaria, sectores que acumularon un volumen más abultado de endeudamiento durante la etapa expansiva previa. Más allá de estos dos sectores, se puede apreciar cómo, dentro de tendencias en general similares, los procesos de ajuste en unos y otros sectores han diferido en magnitud.



### GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España.

Nota: A partir de 2014, la actividad de comunicaciones se incluye en la categoría de otros servicios, momento en que se excluye de la categoría reportada en el gráfico.

## 6. Comportamiento heterogéneo del crédito por tipología de empresa

Más allá del comportamiento del crédito a nivel sector, existe heterogeneidad en función de la situación económica y financiera de las diferentes empresas. En este sentido, es importante señalar que, durante la crisis, una proporción destacable de empresas no redujo su saldo crediticio. Se trata de empresas, en promedio, con menores niveles de endeudamiento y de carga financiera, con un mayor dinamismo de su actividad (aproximada por el volumen de ventas) y con mejores pautas en la evolución de la productividad.

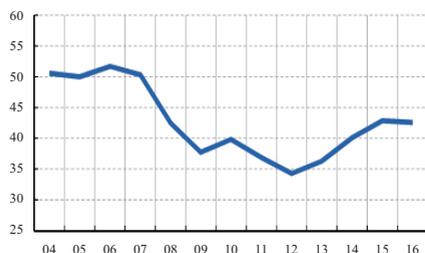
También cabe indicar que, coincidiendo con el mejor comportamiento de la economía de los últimos años, la proporción de empresas que no reduce su nivel de saldo crediticio ha ido aumentando, aunque manteniéndose por debajo de lo observado en la etapa expansiva previa. En 2016, dicha proporción se situaba en el 43%, ocho puntos porcentuales por encima de los registros mínimos de 2012.



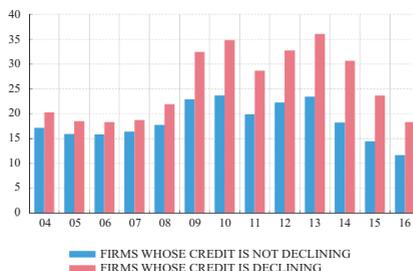
## 2. Financiación bancaria de la empresa española

### GRÁFICO 6

Proporción de empresas cuyo crédito no disminuye (en %)



Mediana de la carga financiera en T-1 (en %)



**Fuente:** Banco de España (Informe anual, 2016).

Nota del gráfico de la derecha: La carga financiera se define como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros).

## 7. Mejora en la selección de los prestatarios por parte de las entidades de crédito

Relacionado con el punto anterior, cabe señalar que las entidades de crédito han introducido mejoras en la selección de los prestatarios, de forma que se puede hablar de una asignación del crédito más eficiente a la observada antes de la crisis. En este sentido, se puede apreciar como la probabilidad de obtener un crédito aumenta con la solidez económica (empresas más productivas) y financiera de las empresas, es decir, con su capacidad para absorber un aumento del endeudamiento. Respecto a antes de la crisis, la probabilidad de obtener un crédito por una empresa financieramente más sólida se ha alejado de la probabilidad de que lo obtenga una empresa financieramente menos sólida.

Esta mayor discriminación también se aprecia en los resultados de la encuesta de préstamos bancarios que el Banco de España realiza a las entidades de crédito. En la misma se aprecia como el menor margen que se aplica a los préstamos ordinarios contrasta con el mayor margen aplicado a los préstamos de mayor riesgo.

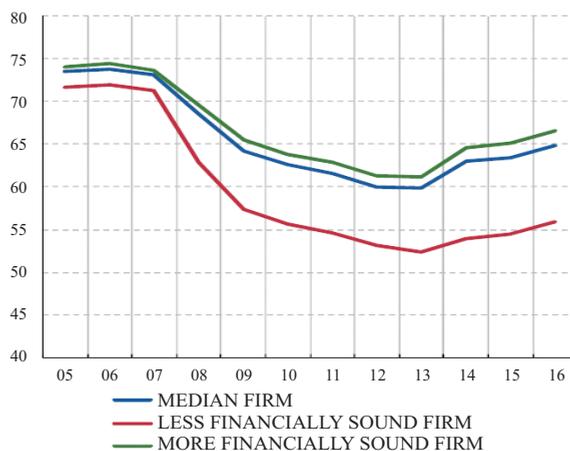
En los últimos años, las entidades de crédito han avanzado en su política de riesgos a partir de: (i) el establecimiento de circuitos especializados de políticas, modelos y niveles de decisión para segmentos relevantes; (ii) el establecimiento de circuitos de seguimiento de la nueva concesión para corregir desviaciones respecto a las políticas establecidas; (iii) el situar el análisis sectorial como un *driver* clave para anticipar modificaciones en la política de riesgos o *asset allocation*; (iv) el enriquecimiento de la infor-



mación interna con información externa (conexión entre clientes y proveedores, redes sociales,...).

### GRÁFICO 7

Probabilidad de obtención de crédito por parte de las empresas (%)



**Fuente:** Banco de España (The financing of corporate investment in Spain along the current recovery phase, 2017).

**Nota:** La situación financiera se define teniendo en cuenta la capacidad de una empresa de cubrir los pagos por intereses con los ingresos de explotación. A menor capacidad, su situación financiera es más desfavorable.

## 8. Progresiva normalización de la actividad crediticia

Dicho todo esto, cabe indicar que actualmente nos encontramos en una situación de progresiva normalización de la actividad crediticia, con una recuperación ya observable en las nuevas operaciones de crédito. En estas operaciones se aprecia un peor comportamiento relativo de las empresas de mayor tamaño respecto a las pequeñas, dada la mayor utilización que hacen de la financiación no bancaria.

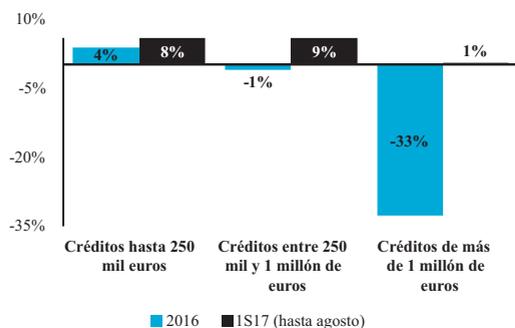
La normalización de la actividad crediticia se encuentra respaldada tanto por factores de demanda como por factores de oferta. En este sentido, destaca la recuperación cíclica de la economía, la mejor situación financiera de las empresas, la presencia de un sector financiero saneado y, todo ello, en un marco de condiciones de financiación muy favorables.



## 2. Financiación bancaria de la empresa española

### GRÁFICO 8

Nueva entrada de crédito a empresas (con renegociaciones, var. anual, en %)



Fuente: Banco de España.

## 9. Actividad crediticia apoyada por el ciclo económico y la mejor situación de las empresas

La economía española se encuentra en una fase cíclica expansiva, con un ritmo de crecimiento elevado, equiparable al de antes de la crisis y superior al del conjunto de la zona euro. Además, este crecimiento es más equilibrado que el observado en la fase expansiva previa, pues no está viniendo acompañado de un desequilibrio exterior. Las reformas estructurales adoptadas en los últimos años y la corrección de los desequilibrios existentes han sentado las bases para un crecimiento más sostenible en el tiempo.

Las empresas se están beneficiando de esta favorable coyuntura económica y se aprecia una clara mejoría en indicadores como el volumen de negocios. Además, el sector empresarial, después del proceso de desapalancamiento ya comentado y de la reducción de la carga financiera, se encuentra, en su conjunto, en una mejor posición a nivel patrimonial.

En los últimos años se ha reducido de forma significativa la proporción de empresas con una posición financiera vulnerable, definida la misma como aquella situación en la que los resultados de explotación de una empresa no son suficientes para cubrir los pagos por intereses. A nivel sectorial, la construcción y los servicios inmobiliarios han registrado, tanto durante el periodo de crisis como en la posterior recuperación, un peor comportamiento que el resto de ramas de actividad en términos de salud financiera.

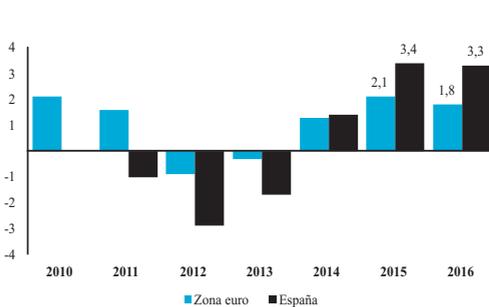


## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

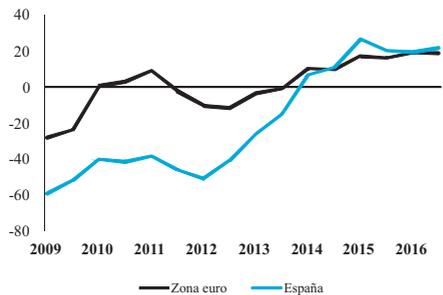
En conclusión, las empresas prestatarias se encuentran en una mejor posición para hacer frente al pago de sus deudas y ello reduce el riesgo percibido por los prestamistas, lo que facilita el acceso a los fondos externos.

### GRÁFICO 9

PIB (variación anual, en %)



Volumen de facturación (% de pymes que reportan un incremento menos las que indican una caída)



Fuente: Eurostat y BCE (Survey on the access to finance of enterprises).

## 10. Actividad crediticia apoyada por un sector financiero saneado

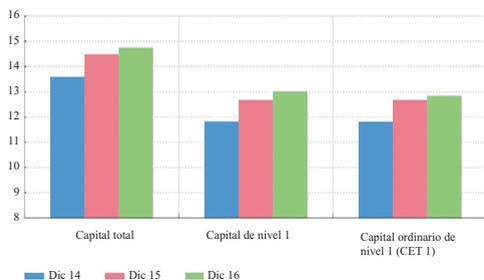
Por el lado de la oferta, el sector bancario se encuentra en un buen posicionamiento para la concesión de crédito después del importante proceso de reestructuración y saneamiento acometido durante los últimos años. Las entidades de crédito han reforzado sus balances y han mejorado el *gap* entre depósitos y crédito. De esta forma, la Comisión Europea, en sus últimos informes de seguimiento del sector, asevera que se está cumpliendo confortablemente con los requisitos de capital regulatorios, al tiempo que la calidad de los activos bancarios se ha fortalecido. De esta forma, se ha venido observando una mejora sustancial en el acceso de la banca española a los mercados mayoristas.



## 2. Financiación bancaria de la empresa española

### GRÁFICO 10

Ratios de capital (%)



Ratio crédito-depositos (en %)



**Fuente:** Banco de España (Informe de Estabilidad Financiera de mayo 2017 y Boletín estadístico).

## 11. Actividad crediticia apoyada por unas favorables condiciones de financiación

Los anteriores factores confluyen en un entorno caracterizado por unas favorables condiciones de financiación. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas han convergido nuevamente con el de los países *core*, después de la fractura que se abrió a raíz de la crisis financiera global. La reducción de los tipos de interés ha sido especialmente destacable en el caso de las pymes, donde la fractura fue más relevante. Actualmente, las empresas conviven en un contexto de tipos de interés en mínimos históricos.

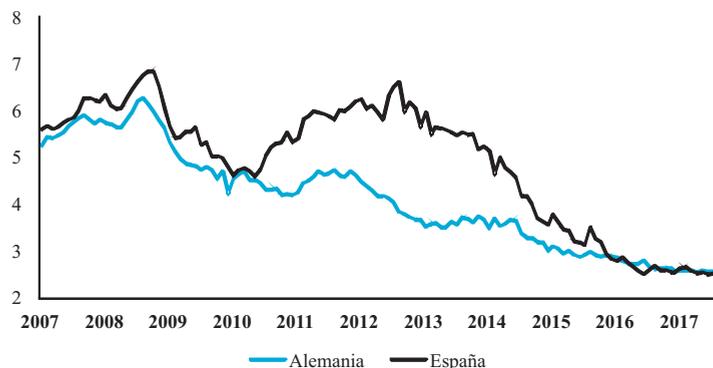
La política económica llevada a cabo en los últimos años, tanto a nivel doméstico como a nivel europeo, ha contribuido a lo anterior. Entre estas políticas encontramos el carácter expansivo de la política monetaria del BCE, los avances hacia la Unión Bancaria, las reformas estructurales en España y la reestructuración del sistema financiero doméstico a la que hemos hecho referencia anteriormente. Asimismo, la recuperación de una demanda solvente de crédito, con una reducción de la vulnerabilidad financiera de las empresas, también ha apoyado una mejora de las condiciones de financiación de las empresas.

La encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España pone de manifiesto que las condiciones aplicables a los préstamos bancarios destinados a empresas se han venido relajando de la mano de unos menores costes de financiación de las entidades, de la presión de la competencia y de la menor percepción de riesgo por parte de las entidades, algo que se ha visto en parte contrarrestado por la menor tolerancia de las entidades al riesgo.



### GRÁFICO 11

Tipo de interés aplicado a los préstamos a pymes (% , entre 1 y 5 años, hasta 1 millón de euros)



Fuente: BCE.

## 12. Mejora clara de la percepción de las empresas sobre su acceso al crédito

En todo este contexto, se aprecia una mejora clara de la percepción de las empresas sobre su acceso al crédito, con una importante reducción de las que manifiestan tener restricciones. En 2016, tan sólo el 4% de las empresas habría visto sus peticiones de préstamos bancarios rechazadas, un porcentaje ligeramente por debajo al del conjunto de la zona euro. En 2012, estos porcentajes eran un 17% para España y un 10% en la zona euro.

Esto se produce en un contexto en el que, según la encuesta que el BCE realiza semestralmente a las empresas, los bancos muestran una creciente predisposición a prestar, algo que se observa de forma generalizada entre los diferentes sectores de actividad.

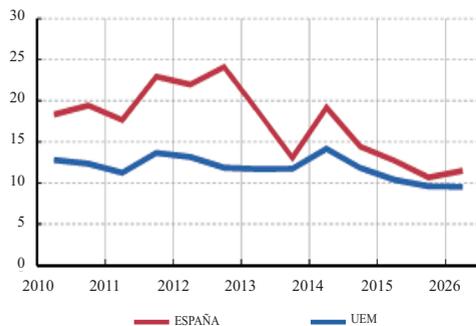
Según el último informe del Banco Europeo de Inversiones (BEI) sobre inversión y financiación, entre las empresas que acceden a financiación externa, el 70-80% se encuentran satisfechas o muy satisfechas con la cantidad obtenida, el coste y el vencimiento.



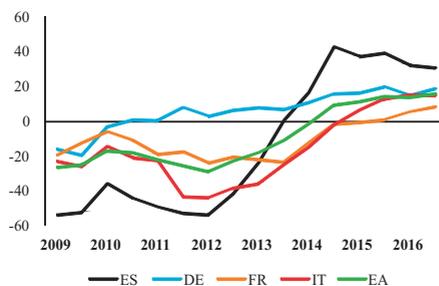
## 2. Financiación bancaria de la empresa española

### GRÁFICO 12

Empresas con restricciones en su acceso a los préstamos bancarios (%)



Cambio en el deseo de los bancos a prestar (% de pymes que reportan una mejora menos las que reportan un deterioro)



**Fuente:** Banco de España (Informe anual, 2016) y BCE (Survey on the access to finance of enterprises).

Nota: Respecto al gráfico de la izquierda, el indicador de restricciones a la financiación considera que una empresa está restringida si su petición de financiación ha sido rechazada, no ha solicitado financiación por miedo a que ésta sea rechazada, la ha obtenido pero ha recibido menos de un 75% de la cantidad originalmente solicitada o ha rechazado la oferta del prestamista por considerar que el tipo de interés era demasiado elevado.

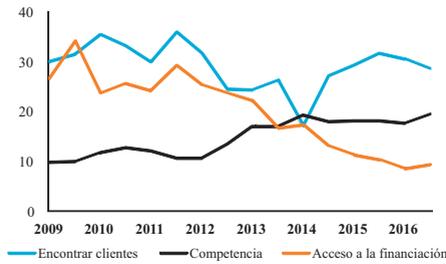
En línea con todo lo anterior, según la encuesta del BCE anteriormente mencionada, la proporción de pymes que señalan el acceso a la financiación como principal problema al que se enfrentan ha disminuido de forma significativa a lo largo de los últimos años. Actualmente, este factor se sitúa claramente por detrás de aspectos como la competencia o la dificultad de encontrar clientes.

De hecho, según la encuesta del BEI de 2016 a empresas, la disponibilidad de financiación constituye un factor de apoyo para la inversión empresarial, que encuentra en el clima político y regulatorio el principal lastre.

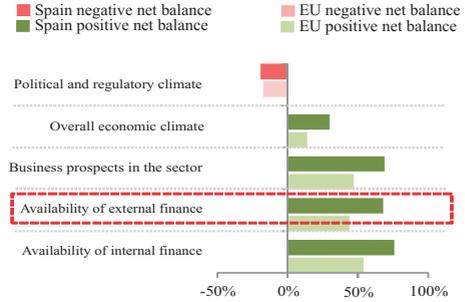


GRÁFICO 13

Principal problema al que se enfrentan las pymes (% sobre el total)



Factores que influyen en la inversión (% neto de empresas que consideran que un determinado factor tiene un efecto positivo)



Fuente: BCE (Survey on the access to finance of enterprises) y BEI (EIB Group Survey on Investment and Investment Finance 2016, Country overview: Spain).

13. Las restricciones financieras son tradicionalmente mayores entre las pymes

Sí que merece la pena señalar que, dentro de este panorama de mejoría en la accesibilidad al crédito, las pymes se han enfrentado tradicionalmente a unas mayores restricciones en el acceso al crédito que las empresas de mayor tamaño. En este sentido, por ejemplo, las empresas más pequeñas conviven con unos tipos de interés más elevados.

Lo anterior está relacionado con aspectos como la presencia de información asimétrica y una peor tabla de indicadores económicos. La información que las entidades de crédito disponen sobre las empresas más pequeñas es menor y de peor calidad que la disponible sobre las de mayor tamaño, por lo que resulta más difícil valorar su calidad crediticia. Por otra parte, las empresas de menor tamaño se caracterizan por ser menos productivas. De esta forma, se vuelve a poner encima de la mesa una de las problemáticas que afectan a la economía española, el importante peso de las pymes dentro del tejido empresarial.

Las empresas grandes son más productivas, tienen más capital humano, menor temporalidad, invierten más en I+D+i y en formación, y exportan más. Lo que ya no está tan claro es si las empresas grandes son más productivas por ser grandes o llegan a ser grandes porque son más productivas. La respuesta de la política económica necesaria en cada caso sería diferente.

Un último aspecto a señalar con relación al tamaño empresarial es el cambio de definición de pyme a efectos de la regulación del capital de las entidades de crédito que

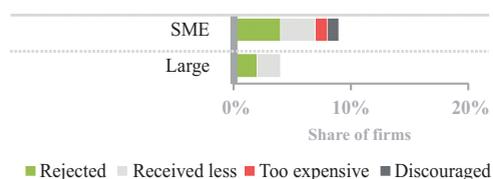


## 2. Financiación bancaria de la empresa española

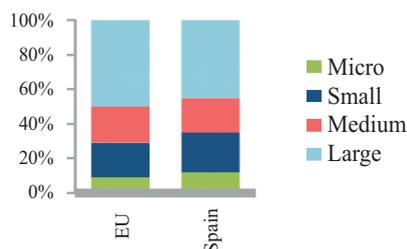
se realizó en 2013 y que favoreció el acceso de este tipo de empresas a fondos externos. En particular, se amplió la definición de pyme, extendiéndose así el beneficio de los generalmente menores requerimientos de capital asociados a los préstamos a dichas empresas.

### GRÁFICO 14

Porcentaje de empresas con restricciones financieras por tamaño empresarial (BIS, 2016)



Contribución al VAB de las empresas por su tamaño (en % del total)



**Fuente:** BEI (EIB Group Survey on Investment and Investment Finance 2016, Country overview: Spain).

## 14. Papel dominante del crédito bancario como fuente de financiación externa

Llegado a este punto, cabe señalar que el crédito bancario mantiene un papel dominante como fuente de financiación externa. Esta dominancia se pone de manifiesto, por ejemplo, en el hecho de que los préstamos bancarios constituyen, con diferencia, la principal fuente de financiación externa usada para actividades de inversión por parte de las empresas.

El grado de bancarización de España ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno. Según datos del BEI, entre los mayores países europeos, aquellos con un mayor peso de la financiación bancaria son, respectivamente, España, Alemania e Italia, donde los instrumentos bancarios representan aproximadamente el 76%, 73% y 72% de la financiación externa. La literatura académica no ofrece consenso respecto al grado óptimo de bancarización en términos de crecimiento económico.

Las empresas españolas muestran preferencia por la financiación bancaria y, como se refleja en la última encuesta del BEI, incluso se aboga por un mayor protagonismo de la misma.

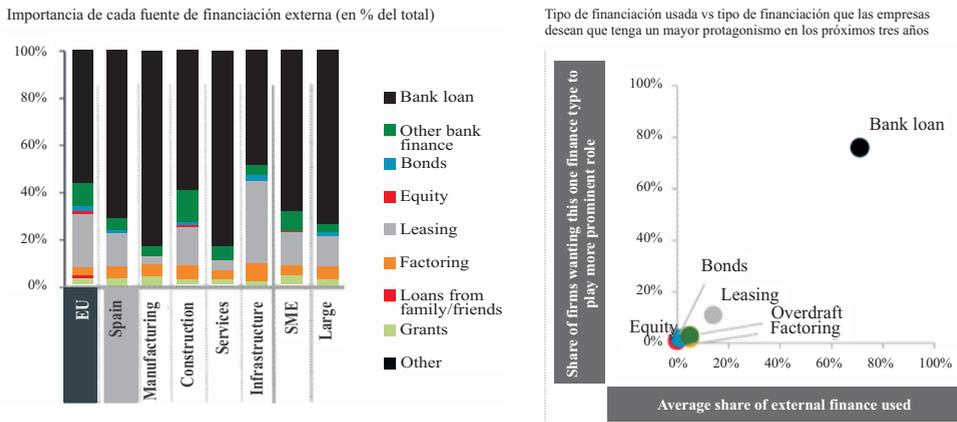
En este punto, es importante señalar que detrás de la financiación bancaria existe un trato infinitamente más personal que el ofrecido por los mercados financieros. En parti-



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

cular, la banca ofrece a la empresa una relación de confianza y de largo plazo, un acompañamiento en sus decisiones de inversión, y flexibilidad ante unas necesidades cambiantes. Asimismo, la banca mantiene un pulso constante por una búsqueda de innovación que permita mejoras de eficiencia a la empresa.

**GRÁFICO 15**



**Fuente:** BEI (EIB Group Survey on Investment and Investment Finance 2016, Country overview: Spain).

### 15. Valoración positiva del auge de fuentes de financiación complementarias a la bancaria

Dicho esto, merece una valoración positiva el auge de fuentes de financiación complementarias a la bancaria, las cuales, recientemente, han ganado un importante dinamismo. En todo caso, este tipo de financiación tiene una importancia relativamente reducida, con un peso del orden del 4% dentro del nuevo crédito bancario.

La banca puede jugar un papel determinante en este tipo de financiación, adoptando un papel de intermediario y asesor dado el buen conocimiento que dispone o puede llegar a disponer de las partes que interactúan.

En todo caso, cabe enmarcar el desarrollo de estas modalidades de financiación en una Europa con retos como el Brexit o la presencia todavía de fragmentación en determinados mercados de capitales. Asimismo, hay que ser consciente de que nos encontramos ante una economía con una fuerte presencia de pymes. Sin duda, el desarrollo de la



## 2. Financiación bancaria de la empresa española

Unión de Mercados de Capitales representa una oportunidad para avanzar hacia un sistema de financiación más óptimo.

### 16. Conclusiones y retos

En conclusión:

- El desendeudamiento agregado ha sido compatible con una reasignación entre empresas de los flujos de financiación y con ciertos cambios en los canales de financiación empresarial.
- La actividad crediticia se está recuperando tanto por factores de oferta como de demanda y representa un factor de apoyo para el desarrollo de la actividad empresarial.
- Las entidades de crédito ofrecen a las empresas una relación de confianza, de acompañamiento y de largo plazo que los mercados de capitales no pueden ofrecer.
- La banca tiene un papel determinante a jugar en la financiación no bancaria, facilitando la búsqueda de esta financiación, dado el buen conocimiento que puede tener de las partes que interactúan.
- Resulta importante una regulación adecuada de las fuentes de financiación no bancaria que permita preservar la competencia y aporte seguridad jurídica a prestamistas y prestatarios.
- La banca debe incidir en la transformación digital y en la recuperación de la reputación para seguir liderando la actividad de financiación de la economía y de las empresas.





### **3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada**

## **3. TENDENCIAS EN LA UEM Y EN ESPAÑA HACIA LA FINANCIACIÓN DESINTERMEDIADA<sup>\*,1</sup>**

### **1. Introducción**

La estructura de capital de las empresas y su distribución entre los distintos tipos de deuda ha sido uno de los temas de investigación recurrentes en las últimas décadas. Un buen entendimiento de estas cuestiones resulta esencial pues la estructura de capital tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad de la empresa así como su inversión. En este artículo se aporta evidencia empírica sobre los factores que determinan el peso relativo de los valores de renta fija frente a los préstamos. Este análisis resulta relevante para entender por qué las empresas españolas tradicionalmente han acudido con menor frecuencia a los mercados para obtener financiación. Los resultados correspondientes a este análisis se resumen en la sección 2 de este artículo y representan una extensión de los resultados que aparecen en el Capítulo 2 del Informe Anual del Banco de España (2016). Además, este artículo analiza si la reciente tendencia a la desintermediación es un fenómeno coyuntural o estructural en base a los determinantes de la misma encontrados en el análisis anterior y a las condiciones cambiantes del marco regulatorio y financiero.

### **2. Evolución reciente de la financiación: Valores de renta fija versus préstamos**

Con el fin de ilustrar la composición de la deuda financiera de las empresas, el gráfico 1 muestra el peso de los valores de renta fija sobre la financiación externa que incluye la suma de valores de renta fija y préstamos. El gráfico 1 se construye a partir de las cuentas financieras de los países y muestra que existen dos grupos de países según la

---

\* Sergio Mayordomo (Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España).

<sup>1</sup> Las opiniones y análisis que aparecen en este documento son responsabilidad del autor y, por tanto, no necesariamente coinciden con las del Banco de España o las del Eurosistema.



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

estructura de su financiación. Por un lado, las economías de la zona euro y Japón dependen en gran medida de la financiación por medio de préstamos bancarios mientras que Reino Unido y, sobre todo, Estados Unidos se pueden clasificar como economías basadas en la financiación de mercado. En lo referente al caso español, en 2007 se observa una reducida relevancia de los valores de renta fija en los pasivos de las sociedades no financieras y un aumento significativo hasta 2016.

La misma tendencia se observa en el cuadro 1 que contiene información sobre el porcentaje de grupos no financieros cotizados de varios países de la zona euro que se financian por medio de valores de renta fija. Esta información proviene de la base de datos ERICA (European Records of IFRS Consolidated Accounts) que contiene información de las cuentas anuales consolidadas de unos mil grupos no financieros cotizados de ocho países europeos: Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y España.<sup>2</sup> Pese al aumento progresivo en el porcentaje de grupos españoles que emiten valores de renta fija en los últimos años, más de un 60% de los grupos no financieros españoles cotizados en 2016 siguen sin hacer uso de los mercados de renta fija para obtener financiación.

**CUADRO 1. PORCENTAJE DE GRUPOS COTIZADOS EMISORES DE DEUDA POR PAÍS Y AÑO**

Year	Austria	Belgium	France	Germany	Italy	Portugal	Spain
2008	47%	75%	25%	34%	11%	35%	16%
2009	40%	50%	26%	29%	16%	37%	18%
2010	46%	50%	29%	30%	13%	69%	20%
2011	41%	25%	31%	32%	20%	66%	26%
2012	44%	33%	36%	30%	25%	73%	27%
2013	48%	36%	40%	31%	23%	73%	28%
2014	56%	38%	41%	36%	27%	73%	37%
2015	51%	43%	43%	42%	29%	68%	34%
2016	51%	37%	46%	30%	29%	69%	36%

**Fuente:** Erica y Banco de España.

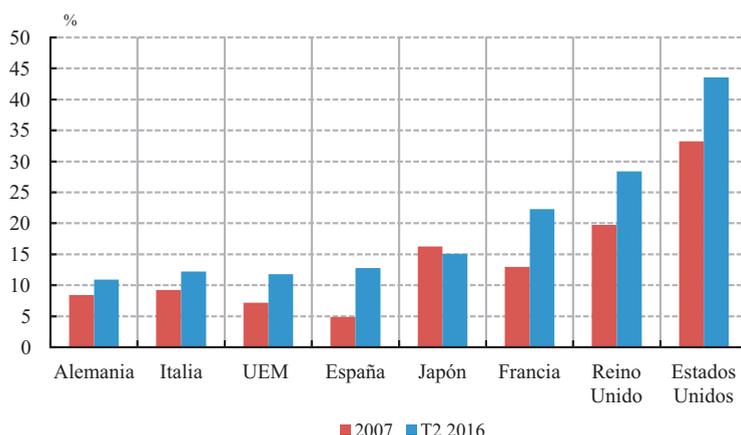
<sup>2</sup> Los datos de ERICA se compilan por el Grupo de Trabajo ERICA del ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices). Los datos utilizados están plenamente armonizados y están sujetos a controles de calidad para garantizar la fiabilidad de la información. La mayoría de los emisores de valores de renta fija forman parte de la muestra. Aunque también hay disponible información sobre grupos griegos, estas se excluyen del análisis.



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

A partir del gráfico 1 y el cuadro 1, se puede concluir que la fuente de financiación más relevante para las empresas europeas, y especialmente para las españolas, son los préstamos bancarios. Para un mejor entendimiento de los factores que pueden explicar la reciente evolución del peso de los valores de renta fija, se realiza un análisis que supone una extensión del realizado en el Recuadro 2.3 del Informe Anual del Banco de España (2016). Así, la evidencia empírica mostrada en este artículo proviene de una regresión de panel a partir de la información de ERICA para el periodo 2009-2016 en el que la variable dependiente es el ratio de valores de renta fija sobre la suma de valores de renta fija y préstamos.<sup>3</sup> Las variables explicativas referentes a las características del grupo empresarial y los países, mostradas en el cuadro 2, están retardadas un año.

**GRÁFICO 1. PESO DE LA RENTA FIJA SOBRE LA DEUDA (TOTAL SNF) (a) (b)**



**Fuente:** BCE, Reserva Federal, Eurostat, BIS y Banco de España.

(a) La renta fija española incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes a precio de mercado, que se suponen parte de los préstamos obtenidos por el sector.

(b) La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos. Son datos del BIS, salvo para la UEM (Eurostat) y España (Banco de España).

<sup>3</sup> El análisis llevado a cabo en el Recuadro 2.3 del Informe Anual del Banco de España (2016) se realiza con información correspondiente a los años 2009-2015.



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

Los coeficientes del cuadro 2 muestran que los valores de renta fija tienen un mayor peso en el caso de los grandes grupos, y en menor medida los medianos<sup>4</sup>. Esta relación positiva entre el tamaño del grupo empresarial y la financiación mediante valores de renta fija puede deberse al menor coste para emitir valores por los grupos de mayor tamaño.

Además, los resultados muestran que el peso de los valores de renta fija es superior en los grupos con mayor riesgo.<sup>5</sup> Una posible explicación de este resultado es la dificultad de empresas muy arriesgadas para financiarse mediante préstamos debido a los crecientes requerimientos de capital a los que se enfrentan los bancos durante el periodo de análisis. Asimismo, empresas con mayor rentabilidad medida a partir de los flujos netos de caja relativos al total de activos tienden a financiarse en menor medida mediante valores de renta fija. Por último, empresas más opacas usan préstamos en lugar de bonos debido a que la información que se revela para acudir a los mercados es superior.

**CUADRO 2. FACTORES EXPLICATIVOS DEL PESO DE LOS VALORES DE RENTA FIJA POR PARTE DE GRUPOS NO FINANCIEROS COTIZADOS EUROPEOS (a)**

Variable dependiente: Renta fija / (Renta fija + Préstamos)	
Grupo grande (1 = SI / 0 = NO)	0.356***
Grupo mediano (1 = SI / 0 = NO)	0.065***
Grupo con riesgo elevado (1 = SI / 0 = NO)	0.101***
Apalancamiento financiero	0,000
Flujo neto de caja / Activos	-0.186**
Activos tangibles / Activos	-0,040
Opacidad (1 = SI / 0 = NO)	-0.024**
Nivel bancarización (logaritmo núm oficinas / 10.000 hab)	-0.040***
Capitalización acciones cotizadas / PIB	0.072***
Rentabilidad bonos - tipo préstamos (media móvil 3 años)	-3.394***
Efectos fijos sector	Sí
Observaciones	7301
R-cuadrado ajustado	0,283

**Fuente:** Banco de España

(a) La regresión se realiza a partir de la información de ERICA para el período 2009-2016. Los coeficientes se obtienen a partir de un modelo de mínimos cuadrados ordinarios que incluye efectos fijos de sector y los errores estándar están clusterizados a escala de empresa. \*, \*\* y \*\*\* indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente

<sup>4</sup> La media de los activos totales para los grupos grandes de la muestra es 20.000 millones de euros mientras que dicha media es igual a 1.200 y 300 millones de euros, respectivamente, para los grupos medianos y pequeños.

<sup>5</sup> La medición del riesgo del grupo se realiza a partir del Z-score de Altman. En concreto, se utiliza una variable discreta que toma valor uno para aquellas empresas cuyo Z-score es inferior a 1.81 y que, por tanto, se encuentran en la zona de peligro de quiebra. Para mayor detalle, véase Altman (1968).



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

Los coeficientes de las variables referentes al país de residencia de la empresa tiene el signo esperado. Así, el peso relativo de los préstamos es superior para las empresas residentes en países con un elevado grado de bancarización, aproximado por medio del número de oficinas por habitante. De hecho, España es el país de la muestra con mayores niveles de bancarización de acuerdo a dicha variable. En línea con este resultado, los grupos residentes en países en los que los mercados financieros tienen una mayor importancia, medida a partir de la capitalización de las empresas cotizadas relativa al PIB del país, dependen en mayor medida de la financiación con valores de renta fija. Por último, el diferencial del coste de financiación mediante bonos frente a préstamos tiene un efecto importante sobre la composición de los pasivos. Así, un aumento en la rentabilidad de los bonos relativa al tipo de interés de los préstamos produce un efecto sustitución que lleva a las empresas a financiarse por medio de préstamos.

Para un mejor entendimiento de la relevancia de cada uno de estos factores explicativos del peso de los valores de renta fija en la estructura de financiación se analiza el poder explicativo de cada una de estos factores. Se obtiene que el poder explicativo de las variables referentes al tamaño del grupo es muy superior, en concreto diez veces mayor, que el correspondiente a la siguiente variable en términos de poder explicativo.

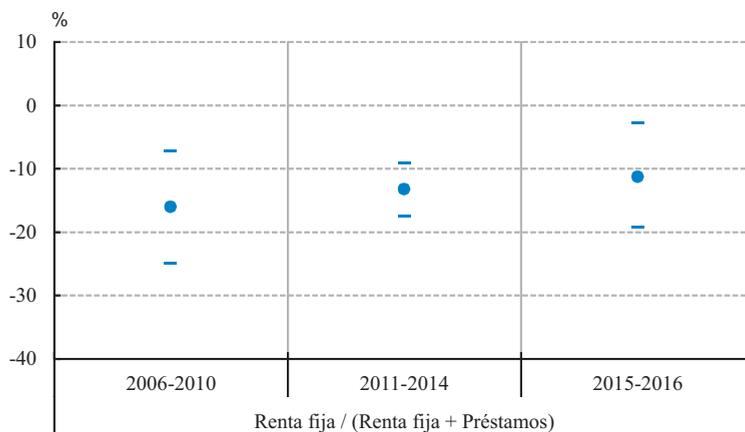
Para analizar la evolución de la estructura de financiación de las empresas españolas frente a las europeas, se lleva a cabo un análisis a partir de una técnica de estimación basada en el emparejamiento con el vecino más cercano para encontrar el efecto medio de tratamiento del grupo de tratados.<sup>6</sup> En este caso, el análisis pretende estimar la diferencia en el peso medio de los valores de renta fija sobre el total de préstamos y valores de renta fija para las empresas españolas. El gráfico 2 indica que el peso relativo de los valores de renta fija era inferior al de otras empresas europeas de similares características anterioridad a la crisis de deuda soberana (2006-2010) y durante el periodo crisis (2011-2014). Según los últimos datos disponibles (2015-2016), el peso relativo de los valores de renta fija para las empresas españolas sigue siendo inferior al de las empresas europeas, si bien se ha observado cierta convergencia consistentemente con el gráfico 1. En cualquier caso, la corrección de la diferencia en el peso relativo no es inmediata.

---

<sup>6</sup> En concreto, para identificar empresas similares se utiliza una equivalencia exacta en cuanto al tamaño (grupo grande, mediano o pequeño), riesgo, opacidad, sector y año. Además, las empresas son emparejadas de acuerdo a su apalancamiento, flujo neto de caja y activos tangibles. De esta forma garantizamos que las empresas son similares en todas las dimensiones anteriores. Para más detalles sobre la metodología utilizada véase Abadie e Imbens (2006) y Abadie e Imbens (2011).



**GRÁFICO 2. DIFERENCIA EN EL PESO DE LA RENTA FIJA DE LAS SNF. ESPAÑA VS UEM (a)**



**Fuente:** Banco de España

(a) Los círculos muestran la diferencia en la probabilidad media de que las empresas españolas hayan emitido bonos (o el peso de los mismo) con respecto a la probabilidad media de que empresas similares del resto de países europeos lo hayan hecho (o su peso). El intervalo de confianza al 95% está representado mediante guiones.

### 3. Desintermediación: temporal o persistente

El fenómeno de la desintermediación observado recientemente podría tener carácter temporal o permanente dependiendo de los factores que cobren una mayor importancia para explicar el uso de un tipo u otro de fuentes de financiación. A continuación se muestra evidencia descriptiva de los factores temporales y permanentes que pueden explicar el reciente proceso de desintermediación así como su futura evolución.

#### 3.1. Factores temporales

##### 3.1.1. Niveles actuales de tipos de interés

Tal y como se muestra en la sección anterior, uno de los factores que ha contribuido en mayor medida al aumento del atractivo reciente por financiarse mediante valores de renta fija es el coste de financiación mediante bonos relativo al de préstamos.

El diferencial con respecto a los tipos de interés de los préstamos alcanzó su máximo reciente en 2012, debido al efecto contagio procedente de la deuda soberana. El atracti-



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

vo de los bonos como medio de financiación ha ido ganando terreno desde 2012 y de hecho hacia finales de 2014 el coste de financiarse por medio de valores de renta fija era inferior al de los préstamos. La progresiva desintermediación también se ha visto influida por el coste relativo de financiación de las entidades de crédito españolas. Así, hasta 2009 los bancos se financiaban mediante depósitos a un coste por debajo del Euribor, lo cual ayudaba a su labor de intermediación. Esta ventaja ha ido desapareciendo tras esta fecha, tanto en España como en el resto de países europeos, y ha derivado en un mayor coste relativo de la financiación mediante depósitos que podría haber afectado a la oferta de préstamos y a su coste.

#### 3.1.2. Medidas de política monetaria

De entre las medidas de política monetaria recientemente adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), se destaca el efecto del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) sobre la estructura de la financiación de las sociedades no financieras. El Consejo de Gobierno del BCE anunció en marzo de 2016 la implementación de este programa como una parte adicional del programa de compras del BCE (APP, por sus siglas en inglés). Bajo el programa CSPP, el Eurosistema compra bonos emitidos en euros por sociedades no financieras de la zona euro con una calificación crediticia de grado de inversión (BBB- o superior) con el objetivo de reforzar la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de la economía real.

De acuerdo a Arce, Gimeno y Mayordomo (2017), desde el anuncio del CSPP en marzo de 2016 hasta mediados de abril, la rentabilidad media de los bonos emitidos por sociedades no financieras españolas que eran elegibles para su compra por el programa; disminuyó 44 puntos básicos (un 30% de la rentabilidad media durante ese periodo). De hecho el impacto positivo del programa sobre los costes de financiación se trasladó a otros bonos no elegibles emitidos por empresas con categoría crediticia de alto rendimiento. Debido a las menores rentabilidades, se aceleró la emisión de activos de renta fija tanto por empresas cuyos bonos eran elegibles como por aquellas que no lo eran. Así la probabilidad de que una empresa con bonos elegibles por el programa para su compra emitiera bonos durante los tres meses posteriores al programa aumentó en un 30%. Este incremento fue del 6% para el caso de las empresas cuyos bonos no eran elegibles. Aunque el grueso de las emisiones se realiza por los grandes grupos, existen empresas de menor tamaño que también acuden a los mercados para obtener financiación. De hecho, en los últimos años han aparecido nuevos grupos españoles activos en el mercado. Concretamente, de los 33 grupos de empresas españolas que han emitido valores de



renta fija desde 2014 hasta octubre de 2016, 11 de ellos lo han hecho por primera vez tras el anuncio del CSPP, varios de ellos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), y otros 2 habían estado inactivos desde 2011.

Arce, Gimeno y Mayordomo (2017) muestran que los fondos obtenidos mediante la emisión de nuevos bonos tras el anuncio del CSPP fueron utilizados para disminuir el saldo de créditos bancarios reforzando el efecto desintermediación. Este descenso en el crédito asignado a las empresas emisoras de bonos desencadenó un efecto colateral positivo sobre el flujo de crédito asignado a empresas de menor tamaño que no tienen acceso a los mercados.

### 3.2. Factores permanentes

#### 3.2.1. Requerimientos de capital

Otro factor que puede tener un efecto importante en el uso de las distintas fuentes de financiación son los requerimientos del capital bancario. Así, existe evidencia empírica de que si bien mayores requerimientos de capital contribuyen a mejorar la estabilidad financiera y del crédito a lo largo del tiempo, también podrían dar lugar a una contracción en la oferta de crédito.<sup>7</sup> Sin embargo, es importante enfatizar que en los años recientes también se han producido reducciones en los requerimientos de capital que han favorecido el flujo del crédito a ciertos segmentos de empresas. Así, Mayordomo y Rodríguez-Moreno (2017) muestran que el descenso en los requerimientos de capital derivado de la introducción del factor de soporte a la pequeña y mediana empresa en España en septiembre de 2013 propició un aumento en la oferta de crédito a estas empresas. Por tanto, dado que los cambios regulatorios que afectan a los requerimientos de capital tienen un efecto sobre el crédito disponible a las empresas, esta regulación puede terminar afectando al uso de otras fuentes de financiación tales como los valores de renta fija.

#### 3.2.2. Desarrollo de nuevas infraestructuras de Mercado (MARF)

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), gestionado por el mercado de deuda corporativa de Bolsas y Mercados Españoles (BME), supone una iniciativa para la canalización de recursos financieros a las empresas por medio de la emisión de valores de

---

<sup>7</sup> Véase por ejemplo Fraisse et al. (2015) o Aiyar et al. (2016) entre otros.



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

renta fija. El MARF adopta la estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación lo que le convierte en un mercado alternativo, no oficial, de forma que los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los de otros mercados oficiales regulados. Este hecho permite agilizar los trámites y abaratar los costes asociados a las emisiones a través de este mercado. Los potenciales emisores de valores de renta fija en este mercado son empresas pequeñas y medianas, normalmente no cotizadas, y que dependen, casi en exclusiva, del sistema bancario.

Las emisiones realizadas desde su puesta en marcha a finales de 2013 y hasta 2016 se resumen en el gráfico 3. Se observa un crecimiento remarcable en las emisiones a lo largo del tiempo debido, sobre todo, a los pagarés. Sin embargo, las emisiones mediante el MARF representan un pequeño porcentaje del total de las emisiones tanto de pagarés como de bonos (véanse gráficos 4 y 5). Pese a la importancia reducida de este mercado en el presente, su funcionamiento en el futuro como alternativa de financiación para las empresas resulta crucial para el acceso de las mismas a los mercados y a un adecuado grado de diversificación de las fuentes de financiación. Sobre todo si tenemos en cuenta que el principal factor que explica el uso de valores de renta fija por las empresas es el tamaño de las mismas. Por tanto, el desarrollo de este tipo de infraestructuras es clave para garantizar el acceso a la financiación por medio de valores de renta fija a las empresas que tienen mayores dificultades para conseguirlo (i.e., las pequeñas y medianas empresas).

**GRÁFICO 3. EMISIONES MARF**

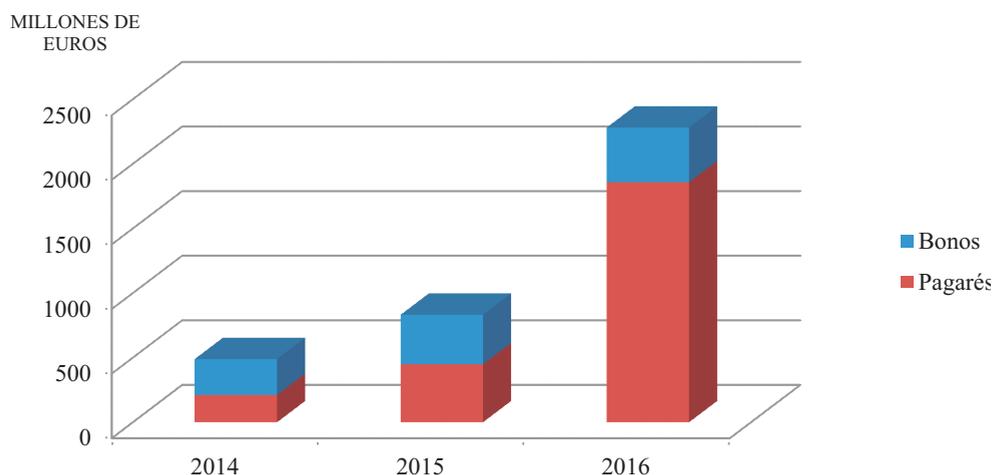




GRÁFICO 4. PAGARÉS

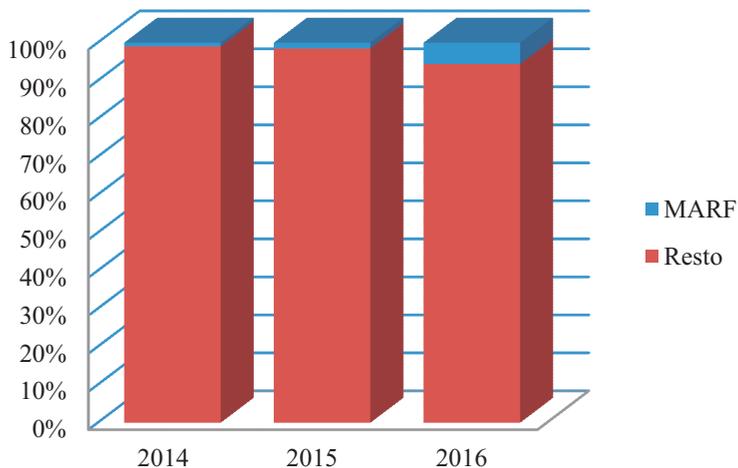
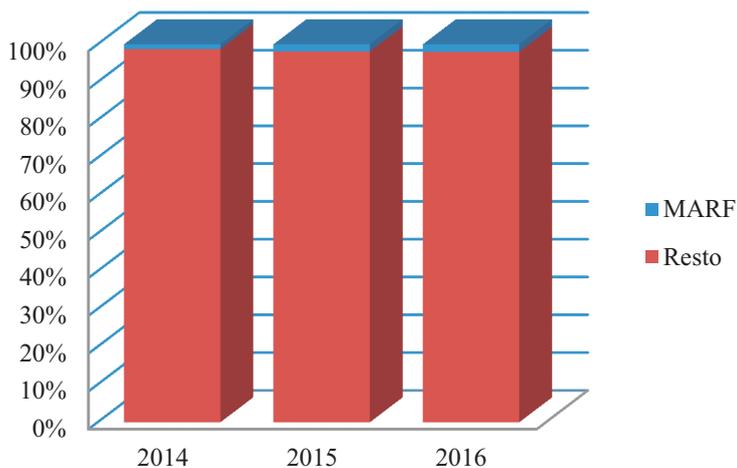


GRÁFICO 5. BONOS



### 3.2.3. Marco regulatorio europeo

El Libro Verde sobre una Unión de los Mercados de Capitales (UMC), publicado en febrero de 2015 por la Comisión Europea (CE), es el documento inicial de consulta para la creación de una UMC en la Unión Europea (UE). La finalidad de este Libro era ini-



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

ciar un debate sobre los obstáculos para la integración financiera y la presentación de medidas que permitan eliminar estas barreras.

Los principios fundamentales de la UMC son (i) crear un mercado único de capitales en la UE, (ii) maximizar las ventajas de los mercados sobre la economía real, (iii) asentar unas bases firmes de estabilidad financiera con un código normativo único para los servicios financieros, (iv) garantizar una protección eficaz a los consumidores e inversores, y (v) atraer inversión y aumentar la competitividad de la UE.

La UMC tiene una serie de objetivos que pueden tener un efecto importante sobre la estructura de capital de las empresas. Así, entre los objetivos destaca el interés por proporcionar a las empresas nuevas fuentes de financiación, especialmente a las pequeñas y medianas empresas así como la reducción del coste para la obtención de capital. Para alcanzar estos objetivos, la Comisión Europea ha propuesto un plan de acción con una serie de medidas para la construcción progresiva de una UMC que se completará en 2019. La mayoría de las acciones se centran en el paso de la intermediación financiera a los mercados de capitales y en la eliminación de los obstáculos que impiden la inversión transfronteriza. El plan de acción incluye una gama de instrumentos, desde actos jurídicos de la UE hasta apoyo a las iniciativas lideradas por el sector.

Para ello existen tres retos clave que es necesario superar. En primer lugar, mejorar el acceso a la financiación, principalmente a las empresas de menor tamaño de nueva creación, innovadoras y con potencial de crecimiento. En segundo lugar, estimular la canalización de fondos a través de instrumentos del mercado de capitales incentivando la entrada en los mercados de capitales de aquellos agentes cuya inversión se dirige en gran medida hacia el patrimonio inmobiliario y los depósitos bancarios. Por último, aumentar el tamaño, profundidad e integración de los mercados. La consecución de dichos retos garantizaría una mayor diversificación de la financiación a un menor coste y una mayor resiliencia de la economía europea frente a futuras perturbaciones.

Es importante destacar que en lo referente al asunto que concierne a este artículo se han puesto en marcha iniciativas legislativas tales como la reactivación de las titulizaciones o la reforma de la Directiva sobre los folletos de emisión que reduzca los costes y facilite el acceso a los mercados de capitales, entre otras.

#### 3.2.4. Marco regulatorio español

También se han realizado esfuerzos a nivel nacional para conseguir un mejor acceso de las empresas a los mercados de renta fija y por tanto, una mayor diversificación de las fuentes de financiación.



Así la Ley 7/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial modifica el régimen de emisión de obligaciones en dos direcciones. Esta modificación afecta tanto a las Sociedades Anónimas (SA) como a las Sociedades de Responsabilidad Limitada (SL). En lo referente a las primeras se elimina el límite cuantitativo a la emisión de obligaciones de las SA no cotizadas que estaba establecido en el doble del capital social desembolsado más las reservas que figuraban en el último balance aprobado, salvo que se otorgaran determinadas garantías.

Asimismo, se permite a SL la emisión de obligaciones simples, anteriormente prohibida, bajo ciertos límites. En concreto, esta posibilidad queda limitada cuantitativamente a un importe máximo equivalente al doble de sus recursos propios, salvo que esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito (en cuyo caso no habría límite de emisión).

Además, conviene destacar las medidas anunciadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y BME para potenciar el atractivo de las emisiones de valores de renta fija en España. Así, aunque a fecha de elaboración de este artículo no existe ninguna circular ni real decreto, la CNMV pretende aplicar cambios que agilicen los procesos internos de verificación de las emisiones de renta fija. Por otro lado BME reducirá a partir del 1 de enero de 2018 las tarifas de emisiones de valores de renta fija. Estas medidas resultan relevantes para las empresas que por su tamaño o estructura dependen exclusivamente de las emisiones en España.

### 3.2.5. Otros factores

Existe otra serie de factores, no necesariamente relacionados con los mercados de renta fija, cuya evolución tendrá un efecto sobre la desintermediación tales como el desarrollo de los mercados alternativos bursátiles, el capital-riesgo, la banca en la sombra y las *fintech*, entre otros. En lo referente a las *fintech* y la banca en la sombra, un reciente artículo de Buchak et al. (2017) basado en el mercado hipotecario de Estados Unidos muestra que la cuota de mercado de la banca en la sombra y las *fintech* se ha duplicado de 2007 a 2015. Este aumento se debe a la disminución de la actividad de la banca tradicional en los mercados en los que existen mayores requerimientos de capital y, en menor medida, a la mejora de la tecnológica.

## 4. Conclusiones

La mayor dependencia de un tipo de deuda concreto no se debe sólo a las características o decisiones de las empresas sino que está fuertemente influida por las característi-



### 3. Tendencias en la UEM y en España hacia la financiación desintermediada

cas del país de residencia de la empresa. El alto grado de bancarización de la economía española y los menores costes relativos de la financiación por medio de préstamos podría explicar el menor uso de valores de renta fija por las empresas españolas para obtener financiación. Sin embargo, se ha producido una convergencia a este respecto de los grupos españoles con similares grupos europeos debido al efecto de factores coyunturales tales como el coste relativo de financiación y las medidas no convencionales de política monetaria.

En cualquier caso, de todos los factores que podrían explicar la propensión de las empresas a emitir valores de renta fija, se concluye que el tamaño de las mismas es el más relevante. Por este motivo las medidas dedicadas a conseguir una estructura de financiación balanceada entre valores de renta fija y préstamos deben ir encaminadas a terminar con la barrera del tamaño. A este respecto, el desarrollo del MARF y la UMC van en la dirección correcta. Así, la obtención de un óptimo grado de diversificación en las fuentes de financiación dependerá de la contribución de estos y otros factores estructurales.

Una adecuada diversificación de las fuentes de financiación de las empresas tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad de las mismas. De acuerdo a Beck y Levine (2002), no resulta obvio concluir qué tipo de sistema de financiación da lugar a una mayor inversión y crecimiento. Por un lado, una economía excesivamente bancarizada está más expuesta a shocks del sistema bancario los cuales pueden afectar en última instancia a la economía real. Si bien la dependencia de la financiación procedente de las entidades de crédito en España ofrece la ventaja de financiación más barata en tanto en cuenta la relación banca-cliente está desarrollada (véase López-Espinosa, Mayordomo y Moreno, 2017), la exclusiva dependencia de una entidad de crédito con problemas puede dificultar el acceso a la financiación por medio de nuevos bancos (véase Martínez-Pagés, 2014).

Por otro lado, una alta exposición a los mercados de renta fija puede conducir a un empeoramiento significativo en la capacidad para obtener financiación y los costes de la misma debido a la aparición de posibles efectos contagio, tal y como ha ocurrido recientemente durante la crisis de deuda soberana europea. Así, la literatura reciente sugiere que estructuras de financiación extremas no resultan óptimas y que una mayor diversificación está relacionada con mayor inversión (véase Tengulov, 2016) y con un menor efecto de potenciales shocks negativos derivados de una crisis financiera, independientemente de si se producen sobre el sistema bancario o los mercados financieros (Fiore y Uhlig, 2015).



### Referencias

- Abadie, A., y Imbens, G. W. (2006). «Large sample properties of matching estimators for average treatment effects». *Econometrica* 74, 235-267; y
- Abadie, A., y Imbens, G. W. (2011). «Bias-corrected matching estimators for average treatment effects». *Journal of Business and Economic Statistics* 29, 1-11.
- Aiyar, S., C. W. Calomiris, and T. Wieladek (2016). How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements? *European Economic Review*, 82, 142-165.
- Altman, E. I. (1968) «Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4. pp. 589-609.
- Arce, O., Gimeno, R., and Mayordomo, S. (2017) «Making room for the needy: The credit reallocation effects of the ECB's corporate QE». Documento de trabajo del Banco de España, n. 1743
- Banco de España (2016) «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión». Capítulo 2 Informe Anual: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/16/Fich/cap2.pdf>
- Beck, T., and Levine, R. (2002) «Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter?», *Journal of Financial Economics*, 64, 147-180.
- Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., and Seru, A. «Fintech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks» NBER Working Paper No. 23288.
- Fraisse, H., M., Lé, and D. Thesmar (2015). The real effects of bank capital requirements. SSRN Working Paper.
- López-Espinosa, G., Mayordomo, S., y Moreno, A. (2017). «When does relationship lending start to pay?», *Journal of Financial Intermediation*, 31, 16-29.
- Martínez Pagés, J. (2014) «Impacto de los planes de reestructuración sobre el crédito a las sociedades no financieras», *Boletín Económico Banco de España*, julio-agosto 2014.
- Mayordomo, S. and Rodríguez-Moreno, M. (2017) «Did the bank capital relief induced by the Supporting Factor enhance SME lending?» Documento de trabajo del Banco de España, n. 1746.
- Tengulov, A. (2016), The Impact of Borrowing Diversity on Firm Value, Financing and Real Decisions, Working Paper SSRN 2361401.
- F. de Fiore y H. Uhlig (2015), «Corporate Debt Structure and the Financial Crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, 47, pp. 1571-1598.



## 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

### 4. LA PRESENCIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES\*

#### Resumen

El modelo de financiación empresarial en España es un tema analizado y debatido con profundidad desde hace muchos años. Tradicionalmente, el sector bancario ha proporcionado la mayor parte de la financiación a las sociedades, una tendencia que también se observa en otras economías europeas, aunque de forma menos intensa. El predominio de las empresas pequeñas en nuestra economía suele argumentarse para explicar la importancia del crédito en relación con otras vías alternativas de financiación como los mercados de capitales.

Este artículo trata de ilustrar el relevante papel que tienen los mercados financieros no solo por completar y diversificar las fuentes de financiación de las entidades sino también por el carácter estabilizador que han mostrado durante los años de la crisis, cuando se produjo una fuerte escasez de crédito bancario. Aunque los mercados financieros tradicionales siguen siendo una opción factible solo para las entidades de gran tamaño, durante los últimos años han surgido múltiples iniciativas que tratan de facilitar la incorporación de las empresas pequeñas y medianas a los mercados. Entre estas iniciativas destacan la creación de dos mercados alternativos (MAB y MARF), que son menos exigentes en los requisitos que se precisan para participar y ofrecen ventajas relacionadas con la reputación, la liquidez de los activos o la mejor valoración de la empresa. Otras iniciativas importantes están relacionadas con el sector del capital-riesgo y las plataformas de financiación participativas (*crowdfunding*). De cara al futuro, es preciso consolidar estas nuevas alternativas y perseverar en las medidas que fomenten la participación de las empresas pequeñas en los mercados financieros; todo ello sin descuidar el objetivo de protección del inversor que es fundamental para los supervisores de valores.

---

\* Eudald Canadell y M<sup>a</sup> Isabel Cambón. Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.



### 1. La financiación de la economía española

La economía española se ha caracterizado históricamente por un grado elevado de bancarización en la provisión de financiación al sector privado. Este predominio de los bancos en detrimento de otras vías de financiación es una característica que comparte con otras economías europeas y que contrasta con la tendencia observada en Estados Unidos o el Reino Unido, donde los mercados de capitales representan una fuente de financiación mucho más importante. Así, en estas dos economías se observa cómo la financiación a través de los mercados supone de una forma bastante estable en el tiempo entre el 70% y el 80% de la financiación total considerando también los préstamos bancarios. En la zona euro, por el contrario, esta proporción es mucho más reducida, sobre todo en algunas economías de la periferia como España o Italia (véase gráfico 1).

En el caso español, la importancia relativa de los mercados financieros alcanzó un mínimo en los años previos a la crisis financiera internacional (en 2008), quedando cerca del 20% de la financiación total incluyendo los mercados de capitales y el crédito bancario. En estos años, las necesidades anuales de financiación de las empresas españolas se incrementaron desde el 15% del PIB hasta el 35% del PIB y estas necesidades se cubrieron fundamentalmente mediante el crédito bancario como consecuencia de varios factores: por una parte, el crecimiento de la actividad española se basaba en el mayor dinamismo de actividades tradicionalmente vinculadas al crédito (inmobiliarias y construcción); por otra parte, el fuerte descenso de los tipos de interés asociado a la incorporación de España a la zona del euro y la elevada competencia de las entidades de crédito en la captación de clientes dio lugar a un incremento histórico en la oferta de crédito. Todos estos elementos hicieron que la importancia relativa de los mercados de capitales se redujera desde el 40% hasta el 20% ya comentado, mostrando un perfil cíclico similar al de otras economías europeas, aunque más marcado. Desde el inicio de la crisis, el restablecimiento de algunos desequilibrios generados durante años (por ejemplo el descenso del apalancamiento de muchos agentes) y el proceso de reestructuración del sistema bancario español dio lugar un periodo de fuerte contracción del crédito bancario que aún no ha finalizado y que ha sido compatible con el ascenso de otros mecanismos de financiación.

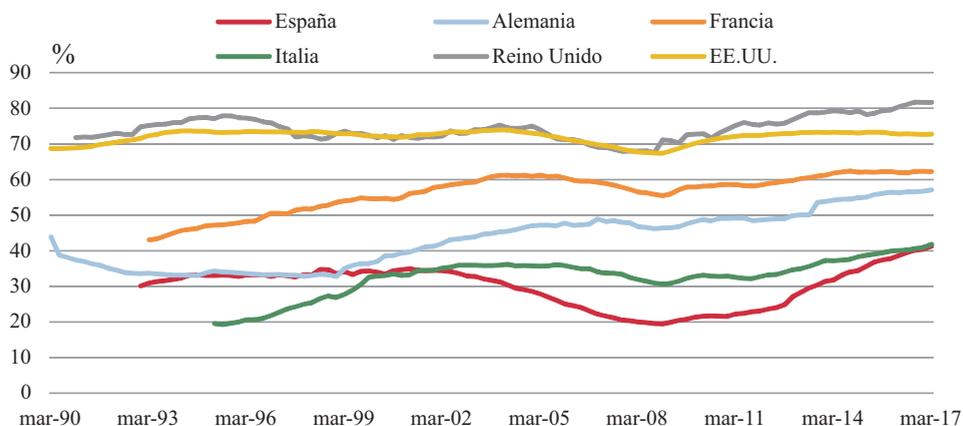
Durante los últimos años se observa una composición mucho más equilibrada dentro del sistema financiero español donde el sector bancario, que sigue siendo el más importante en relación con su tamaño, ha perdido relevancia, mientras que otros segmentos como los mercados de capitales, las instituciones de inversión colectiva o los seguros y los fondos de pensiones son más relevantes. En particular, los activos del sector bancario se han reducido desde máximos cercanos al 330% del PIB en 2012 hasta algo menos del 250% del PIB, mientras que el saldo vivo de la deuda junto con la capitalización de las



#### 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

acciones se ha ido incrementando progresivamente hasta superar el umbral del 200% del PIB. Las cifras del sector de la inversión colectiva son más modestas pero igualmente muestran avances significativos desde hace varios años de manera que tras los fuertes ajustes de los primeros años de la crisis, se puede afirmar que tanto en volumen de activos como en participes, esta industria ha recuperado los niveles pre-crisis.

**GRÁFICO 1. EL PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO**



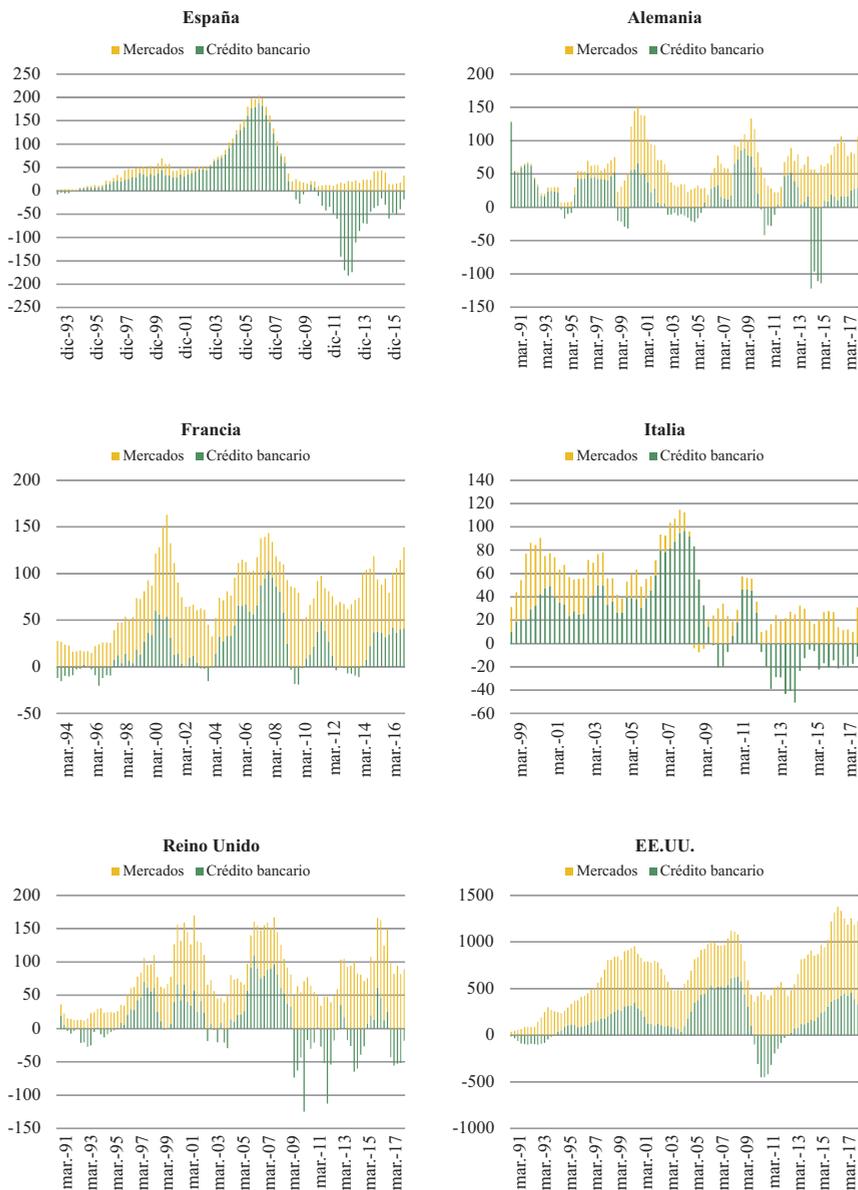
Fuente: CNMV.

#### 2. La financiación de las empresas durante los últimos años: el papel de los mercados financieros

Durante los años de la crisis, cuando varias economías de nuestro entorno sufrían contracciones de crédito de distinta intensidad, los agentes que proporcionaban financiación vía mercados de capitales mantuvieron esta capacidad de financiar incluso en los peores momentos, probando su papel estabilizador o anticíclico como una de sus grandes fortalezas. Como se observa en los paneles del gráfico 2, este fue el caso en España e Italia, que sufrieron una caída considerable en el saldo vivo de crédito pero también en otras economías avanzadas menos dependientes del crédito y con un comportamiento del mismo más estable. En todos los casos, la financiación obtenida por las sociedades no financieras a través de los mercados de capitales, ya sea por la vía de la emisión de acciones o de la emisión de deuda, jugó un papel amortiguador de los flujos de financiación que fue muy importante sobre todo en los años en los que escasearon otras alternativas.



**GRÁFICO 2. VARIACIONES NETAS EN LA FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (mils de millones de euros salvo EE.UU., que son miles de millones de dólares)**



Fuente: CNMV.



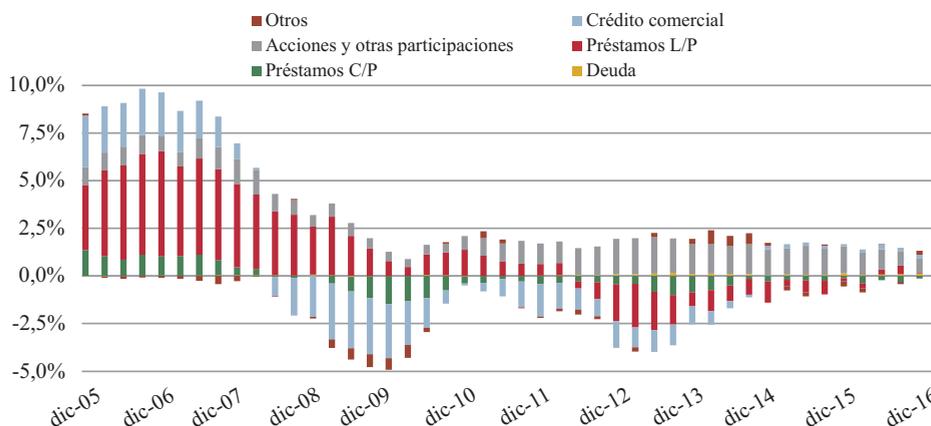
#### **4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales**

En el caso particular de las empresas no financieras españolas, hemos observado que durante los últimos diez años, en los que se han encadenado dos periodos de crisis financieras que han dado lugar a sendas recesiones en la economía, los flujos de financiación han mostrado cambios sustanciales. En los primeros años de la crisis, la primera fuente de financiación que se erosionó de forma notable fue el crédito comercial o préstamo entre sociedades. Esta fuente de financiación, que llegó a representar más del 20% del pasivo total de las entidades, apenas llega ahora al 10% y sus flujos apenas se han recuperado a pesar de que la economía ha mostrado ya varios ejercicios de fuerte crecimiento. Como se observa en el gráfico 3, los préstamos a corto plazo y, después, a largo plazo, también se resintieron en las primeras etapas de la crisis y, en la actualidad, se considera que el crédito ha empezado a recuperarse de forma selectiva para financiar solo los proyectos que ofrecen más garantías. Los préstamos bancarios, que llegaron a concentrar el 43% del pasivo de las sociedades en 2010, ahora suponen el 30%.

Únicamente la partida de acciones y otras participaciones, que incluye también los beneficios retenidos por las entidades, ha mostrado una gran fortaleza y estabilidad durante los años de la crisis, siendo prácticamente la única fuente de financiación recurrente de las sociedades. Este comportamiento, que ha hecho incrementar su importancia en el pasivo total desde el 40% hasta el 57%, avala nuevamente el carácter anticíclico o estabilizador de los mercados de capitales como fuente de financiación del sector empresarial, que no sustituye del crédito bancario. Como se comenta más adelante, las posibilidades que ofrece la financiación vía mercados son complementarias a las que ofrece el crédito bancario de manera que un esquema de financiación adecuado debería descansar en ambas alternativas y basarse en una diversificación adecuada de los proveedores de recursos.



### GRÁFICO 3. COMPOSICIÓN DEL PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: Cuentas Financieras de la economía española (BdE) y CNMV.

### 3. La financiación de las empresas vía mercados: ¿es solo una cuestión de tamaño?

A pesar de este papel tan relevante de los mercados financieros en la provisión de fondos a las entidades, lo cierto es que este tipo de financiación continúa siendo una opción solo para las sociedades de mayor tamaño debido a los costes asociados a las emisiones de renta variable y de renta fija. En las sociedades avanzadas el sector empresarial suele caracterizarse por un elevado número de empresas de tamaño pequeño que tiene una contribución significativa al valor añadido de la economía y concentra una parte considerable del empleo. Por ejemplo, en la Unión Europea, las pymes representan el 99,8% del número total de empresas, general el 57,5% de la producción y concentran el 67% del empleo. En España estas cifras son aún más elevadas y no han experimentado grandes cambios en el tiempo: las pymes generan el 63% del valor añadido de la economía y el 74% del empleo total. Por tanto, nuestra economía se caracteriza por un predominio de empresas pequeñas que presentan diferencias significativas en su forma de financiación respecto a las empresas más grandes. En general, las pymes tienen una proporción de fondos propios similar a la de las grandes, pero el recurso a la financiación ajena es muy diferente, siendo el recurso a los préstamos bancarios su principal vía para obtener recursos.

En este contexto, un incremento del tamaño de las empresas españolas favorecería sus condiciones de acceso a los mercados de capitales. Sin embargo, este proceso no es sen-

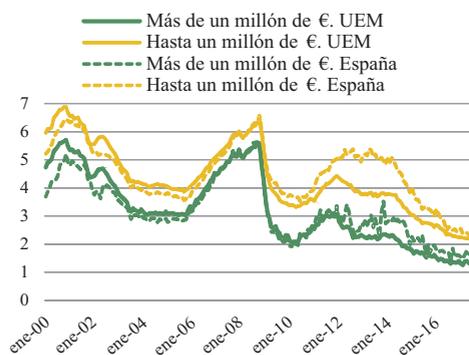


#### 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

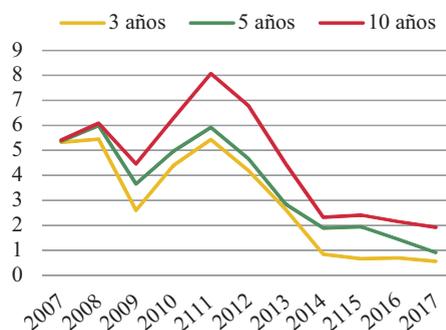
cillo por dos razones fundamentales. La primera radica en la existencia de ciertos umbrales regulatorios que hace costoso a las empresas aumentar de tamaño. Estos umbrales, según algunos estudios, están relacionados con el número de empleados (10, 50 y 250) y con el volumen de negocio (2, 6 y 10 millones de euros). Traspasar estos umbrales es un proceso que tiene costes explícitos (fundamentalmente por razones fiscales) y desincentivan el crecimiento empresarial. La segunda razón radica en el modelo de negocio de la economía española en relación con las estructuras que pueden existir en otras economías con empresas más grandes. Es posible que en España el predominio de actividades ligadas a los servicios explique, también, el menor tamaño de nuestras empresas, en la medida en que una parte mayoritaria de ellos se presta por empresas que por la naturaleza de su negocio son más pequeñas. A modo de ejemplo baste mencionar que la contribución al valor añadido total de las empresas que se dedican al comercio, el transporte y la hostelería se ha mantenido estable en los últimos 20 años en valores cercanos al 25%.

**GRÁFICO 4. INDICADORES DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN VÍA CRÉDITO Y VÍA MERCADO**

**Tipos de interés de los préstamos bancarios (%)**



**Rentabilidades de la deuda privada (%)**



Fuente: Thomson Reuters y CNMV.

Además del tamaño empresarial, debemos preguntarnos si las necesidades de financiación de las empresas en la actualidad son similares a las de los años anteriores a la crisis. La respuesta es negativa. Todavía existe una amplia proporción de entidades que está inmersa en procesos de desapalancamiento de cierta intensidad y solo una parte de ellas presenta necesidades de financiación significativas, necesidades que se están tendiendo a cubrir en su mayor parte mediante crédito bancario, pues los bancos



están mostrando una mayor disposición a conceder crédito, aunque sea de forma selectiva. De hecho, en las últimas encuestas a pymes se observa cómo las empresas indican que la obtención de financiación no es su problema más relevante en la actualidad, sino otros como la necesidad de encontrar clientes o la disponibilidad de trabajadores cualificados. En los mercados de capitales las condiciones de acceso a la financiación también son extraordinariamente favorables. En el caso de la deuda, los tipos de interés que deben afrontar las empresas que emiten estos instrumentos están en niveles mínimos históricos, favorecidos por las diferentes medidas adoptadas por el BCE.

#### **4. ¿Cómo se puede favorecer la presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales?**

Teniendo en cuenta todos los factores mencionados con anterioridad, es decir, el hecho de que nuestras empresas son más pequeñas que el resto de las europeas, que estas empresas se han financiado mediante la retención de beneficios y últimamente mediante crédito bancario y que las condiciones de acceso a los mercados de capitales han mejorado sensiblemente, pero que esta opción sigue siendo factible para las grandes, cabe preguntarse: ¿qué medidas se pueden adoptar para favorecer la presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales? Esta sección repasa las tendencias más recientes en los mercados primarios tradicionales de renta variable y renta fija y describe las tendencias, plataformas o mecanismos que se han desarrollado durante los últimos años para dar cabida a las empresas de menor tamaño en la financiación vía mercados. Entre estas últimas destaca la creación de dos mercados alternativos, las entidades de capital-riesgo y las plataformas de *crowdfunding*.

Los paneles del gráfico 5 representan los volúmenes emitidos en los mercados tradicionales españoles de renta fija y renta variable durante los últimos años, así como el tamaño medio de las emisiones. En el mercado de renta fija se observa una disminución del importe de las emisiones de deuda registrado en la CNMV que se explica por varios factores. Entre ellos destaca el proceso de reestructuración del sistema financiero español que comenzó en 2012, las menores necesidades de los agentes en un contexto de elevado apalancamiento, los diferentes programas de compras de activos del BCE, que han incidido sobre la composición de los activos emitidos y, finalmente, la mayor propensión de las sociedades a emitir deuda en el exterior. Esta última tendencia se observa también en otras economías europeas relevantes, donde la proporción de la deuda corporativa emitida en mercados diferentes a los de origen (fundamentalmente

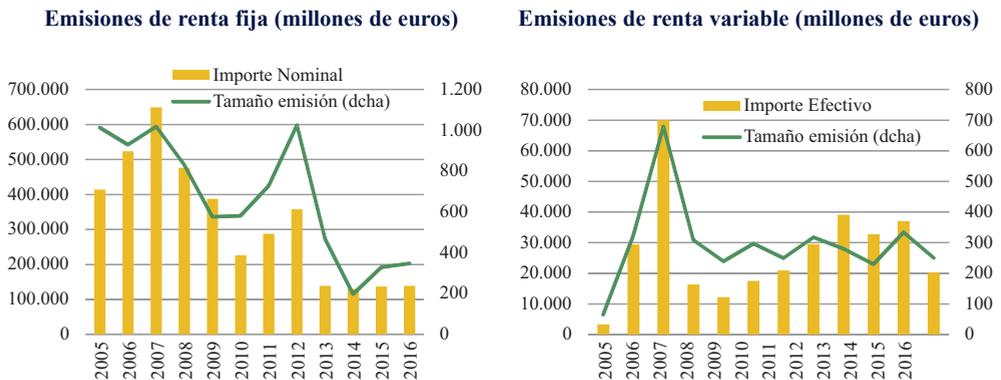


#### 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

Luxemburgo e Irlanda) supera ampliamente el 50%<sup>1</sup>. En España, esta proporción se ha incrementado desde el 45% en 2010 hasta el 70% en 2016, en línea con las cifras que se observan en Alemania. Las razones que esgrimen las empresas para emitir en estos mercados foráneas son variadas y van desde la disminución de algunos de los costes de emisión (no necesariamente económicos) hasta motivos estratégicos relacionados con el inversor objetivo de la emisión. En relación con el tamaño medio de las emisiones de deuda, cabe señalar la disminución de su importe (cercano a los 400 millones de euros) que, no obstante, sigue siendo lo suficientemente elevado como para estar al alcance únicamente de las corporaciones más grandes.

Por su parte, las emisiones de acciones han mostrado una gran fortaleza relativa durante los últimos años, similar a la de otras economías europeas, que se explica en parte por los requisitos de capital más elevados establecidos a raíz de la crisis financiera global. El importe medio de las emisiones ha evolucionado de forma mucho más estable en los últimos años, manteniéndose en niveles cercanos a los 300 millones de euros.

#### GRÁFICO 5. EMISIONES DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE REGISTRADAS EN LA CNMV

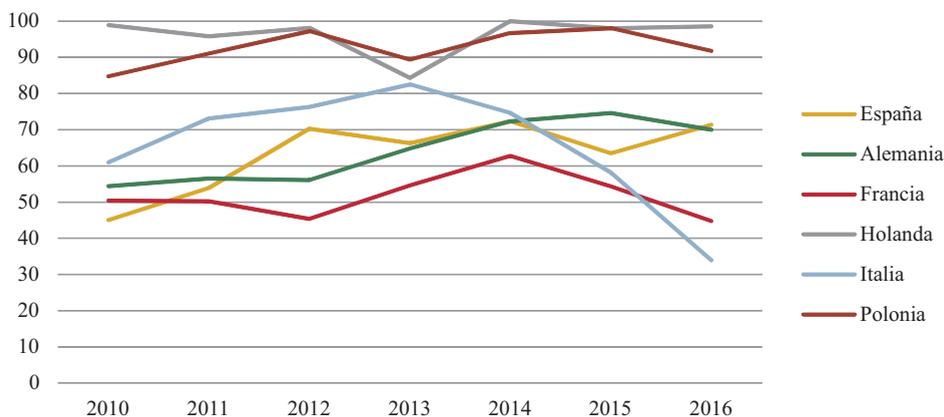


Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Según un análisis efectuado por la CNMV con datos de emisiones de renta fija a largo plazo de Dealogic.



### GRÁFICO 6. EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA A LARGO PLAZO EN EL EXTERIOR (%)



Fuente: Dealogic y CNMV.

Además de los mercados de capitales tradicionales, tal y como hemos comentado con anterioridad, lo cierto es que durante los últimos años se han desarrollado en nuestra jurisdicción múltiples iniciativas para fomentar la participación de las empresas de menor tamaño en los mercados de valores. Entre estas iniciativas destaca la creación de dos mercados alternativos, uno para acciones (MAB, o Mercado Alternativo Bursátil) y otro para renta fija (MARF, Mercado Alternativo de Renta Fija), cuya filosofía es esencialmente la misma. Estos mercados están concebidos para facilitar el acceso sencillo y eficiente de las empresas de menor tamaño a los mercados de valores mediante una simplificación de los requisitos para participar en ellos. Estos mercados son SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación), pero suelen depender de mercados oficiales (en nuestro caso de BME). Las empresas que acceden a estos mercados, además de obtener la financiación que precisan, reciben otros beneficios como la mejora de su reputación, el incremento de su visibilidad, la valoración de la compañía y la liquidez de los valores que emite.

El MAB, que comenzó su andadura en 2006, está teniendo una evolución satisfactoria y da cabida a empresas que se pueden englobar en cuatro segmentos diferenciados: SICAV, empresas en expansión, SOCIMI y sociedades de inversión libre. A finales de 2016, más de 3.300 empresas cotizaban en el MAB, su capitalización superaba los 35.000 millones de euros y la contratación era de 5.066 millones. Aunque una proporción mayoritaria de estas cifras se originan por la fuerte presencia de SICAV, se observa un fuerte crecien-



#### 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

to de las SOCIMI y, en menor medida, de las empresas en expansión durante los últimos años. Los mercados alternativos de acciones han sido una realidad en otros países desde hace varios años (el AIM de Reino Unido lleva funcionando desde 1995) y han funcionado de forma relativamente satisfactoria. El reto más relevante que plantea este tipo de mercados desde el punto de vista de los supervisores de valores es el logro de un equilibrio satisfactorio entre la disminución de los requisitos de las empresas para acceder al mercado y un grado adecuado de protección del inversor.

El MARF, de creación más reciente (2013), tiene una característica distintiva: está reservado exclusivamente para el inversor cualificado, por considerar que este está en mejores condiciones para comprender la naturaleza de estos activos y tomar las decisiones de inversión más adecuadas. A finales de 2016, las colocaciones de deuda en este mercado superaron los 2.000 millones de euros, correspondiendo de forma mayoritaria a instrumentos de corto plazo (pagarés). Se registraron 215 operaciones de 10 emisores.

El sector del capital-riesgo es otra alternativa interesante que permite la inversión de carácter financiero en compañías que normalmente no cotizan. La inversión más habitual es en forma de capital y las empresas objetivo suelen estar en fase inicial (*early stage*), en expansión y también figuran las adquisiciones con apalancamiento financiero. Las compañías de capital-riesgo pueden encontrar en los mercados de capitales la oportunidad de hacer líquida su inversión y obtener su rendimiento. Este sector está menos desarrollado en Europa en relación con EE.UU., pero se ha observado un crecimiento significativo en los últimos años. En España, además de los fondos y sociedades de capital-riesgo tradicionales, la Ley 22/2014<sup>2</sup> introdujo los vehículos de capital-riesgo pyme (ECR-pyme) para promover la fórmula del capital-riesgo como mecanismo de financiación alternativa a pymes. A mediados de 2017, se habían registrado 26 ECR-pyme (y 278 vehículos tradicionales). El patrimonio gestionado por este sector fue cercano a los 8.000 millones de euros en 2016, un 2,5% más que en 2015, por la expansión de los fondos de capital-riesgo. En relación con los inversores en estas entidades, cabe señalar el aumento de la importancia de las IIC y las entidades extranjeras.

Finalmente, cabe mencionar las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) creadas al amparo de la Ley de fomento de financiación empresarial en 2015. Estas plataformas ponen en contacto de manera profesional y a través de la web u otros medios

---

<sup>2</sup> Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.



electrónicos a un conjunto de inversores que ofrece financiación a cambio de un rendimiento dinerario con aquellas personas físicas o jurídicas que demandan dicha financiación. Los proyectos pueden financiarse a través de préstamos o de valores. Estas plataformas, cuya autorización y registro corresponde a la CNMV, están sujetas a determinados requisitos y también tienen algunas limitaciones. Los inversores en estas plataformas pueden ser acreditados y no estar sometidos a límites en la inversión o no acreditados, que deben atenerse a varias restricciones (por proyectos, temporales...). Hasta el momento, la CNMV ha autorizado 21 plataformas de financiación participativa.

#### 4. Conclusiones

La economía española se ha caracterizado históricamente por su elevado grado de bancarización en la provisión de financiación a las empresas. El predominio de la financiación bancaria en detrimento de la financiación vía mercado de capitales es algo que también se observa en otras economías europeas, aunque con menos intensidad, y que contrasta con la estructura de la financiación en otras economías como EE.UU. o el Reino Unido, donde los mercados financieros son mucho más relevantes. En el caso español, la proporción de empresas pequeñas (pymes) es muy elevada y, en parte, explica este patrón de financiación, pues estas empresas recurren con más facilidad a los préstamos bancarios. El hecho de que el tamaño medio de nuestras empresas sea reducido es algo que puede estar relacionado tanto con la existencia de algunos umbrales regulatorios que hacen costoso el proceso de ganar tamaño como con el modelo de negocio de la economía española, en el que la prestación de servicios de pequeñas empresas representa una parte significativa del valor añadido total de la economía y su contribución se mantiene estable en el tiempo.

En este contexto, es importante mencionar que los mercados financieros representan una fuente de financiación alternativa que permite a las empresas diversificar adecuadamente sus fuentes de financiación. Además, durante la crisis, la provisión de fondos vía mercado de capitales demostró un marcado carácter anticíclico en momentos de severa contracción del crédito bancario, configurándose como la fuente de financiación más estable cuando no había otras alternativas factibles. En los últimos años, tras la reestructuración del sector bancario español, observamos que los bancos han empezado a reavivar el crédito de forma selectiva y que las pymes ya no indican la falta de financiación como su problema más relevante a corto plazo. Por el momento, el papel de los mercados tradicionales sigue siendo solo una opción válida para aquellas empresas de mayor tamaño por los costes que implica. Sin embargo, durante los últimos años han aparecido otras vías que permiten a las entidades más pequeñas acudir a los mercados y



#### 4. La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales

obtener algunas de las ventajas que ofrece este tipo de financiación como, por ejemplo, la mejora de la reputación, la visibilidad, la liquidez de sus activos, la financiación a largo plazo, etc... Entre las iniciativas más relevantes en esta parcela cabe mencionar los dos nuevos mercados alternativos de acciones y de renta fija (MAB y MARF), el sector del capital-riesgo y las plataformas de *crowdfunding*.

El trabajo para impulsar la financiación de las empresas en los mercados de capitales debe continuar. Además de dejar que estas iniciativas recientes consoliden su modelo de negocio en los próximos años, cabe preguntarse si se pueden tomar medidas adicionales que permitan una mayor participación de las empresas pequeñas y medianas en los mercados. Estas medidas se podrían englobar, por una parte, en aquellas que afectan a las propias empresas que demandan financiación y, por otra, en las que persiguen el aumento de la base inversora. Entre las primeras, cabe plantearse medidas de carácter más general que tiendan a reducir las barreras que existen para que ganen tamaño y otras más específicas que sigan en la línea de disminuir los costes de participación en el mercado. En relación con las segundas también se pueden considerar medidas más generales como, por ejemplo, incentivos fiscales para los inversores en los activos cotizados en los mercados alternativos y medidas más específicas dirigidas a la creación o modificación de los límites a la cartera de inversión de algunos inversores institucionales, que por motivos regulatorios no pueden invertir en un abanico tan amplio de recursos.

Finalmente, cabe señalar la necesidad de abordar un cambio cultural de carácter más estructural en el que tanto demandantes y oferentes de financiación sean conscientes de las múltiples alternativas que existen en la actualidad y las consideren de forma natural en sus decisiones de inversión y financiación. Muchas de estas alternativas están directamente relacionadas con el progreso tecnológico, que no es ajeno al desarrollo de los mercados de capitales. En este sentido, cabe mencionar como vías más novedosas de financiación las *Initial Coin Offerings* (ICO), por las que se emiten activos virtuales para financiar proyectos empresariales basados en la tecnología *blockchain*. Estas emisiones están suscitando un amplio debate en los reguladores de valores en la actualidad pues su gran diversidad impide su consideración general como valor.





**Relación de asistentes a la 2ª Sesión del Panel de Seguimiento Financiero  
IEAF-FEF de la Economía Española (2 de noviembre de 2017)**

**Cirus Andreu**

*BANCO SABADELL*

**Oscar Arce**

*BANCO DE ESPAÑA*

**Oriol Aspach**

*CAIXABANK RESEARCH*

**María Isabel Cambón**

*CNMV*

**Anna Campos Mariné**

*CAIXABANK RESEARCH*

**Eudald Canadell**

*CNMV*

**Jaume Carbonell**

*BME*

**Juan Carlos Delrieu**

*AEB*

**Enric Fernández**

*CAIXABANK RESEARCH*

**Domingo García Coto**

*BME*

**Javier Garrido Domingo**

*BME*

**Andrea Gómez**

*BME*

**Pedro Guerrero Meseguer**

*MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD*

**Alfredo Jiménez**

*IEAF-FEF*

**Sergio Mayordomo**

*BANCO DE ESPAÑA*



## Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española

**Javier Méndez**

*IEAF-FEF*

**Judit Montoriol Garriga**

*CAIXABANK RESEARCH*

**Beatriz Pérez Galdón**

*Periodista*

**Damián Rey**

*BME*

**Ana Ribalta**

*BANCO SABADELL*

**Tomás Riesta**

*BANCO SANTANDER*

**Sofía Rodríguez Rico**

*BANCO SABADELL*

**Ana Sitja**

*CNMV*

**Jorge Yzaguirre**

*IEAF-FEF*



**FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA  
FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEAR/ROSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española





**ENTIDADES PATRONO**

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFONICA, S.A.  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENENDEZ  
ACS  
BANCO POPULAR  
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA  
ENDESA, S.A.  
EY  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
DELOITTE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

