



**FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

“Sistemas financieros y financiación de las PYMES en España y Europa”

Trabajo Fin de Grado presentado por Alberto Pérez Molina, siendo el tutor del mismo el profesor Isidoro Romero Luna.

Vº. Bº. del Tutor:

Alumno/a:

D. Isidoro Romero Luna

Alberto Pérez Molina

Sevilla 5 de Julio de 2017



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

FACULTAD DE CIENCIAS

ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

CURSO ACADÉMICO [2016-2017]

TÍTULO:

SISTEMAS FINANCIEROS Y FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA Y EUROPA.

AUTOR:

ALBERTO PÉREZ MOLINA

TUTOR:

D. ISIDORO ROMERO LUNA

DEPARTAMENTO:

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA I

RESUMEN:

Tras la excesiva dependencia del crédito bancario vivida históricamente en Europa los sistemas financieros evolucionan hacia una orientación de mercado y un mayor equilibrio entre la financiación bancaria y no bancaria, todo ello impulsado por la puesta en marcha de mercados alternativos de renta variable y de renta fija de mayor accesibilidad para empresas de menor tamaño. Además, distintas fuentes de financiación tradicionales vuelven a retomar impulso tras la crisis financiera de 2008, al tiempo que otros métodos alternativos de financiación se posicionan como necesarios para la obtención de recursos por parte de pequeños negocios.

<<Following the over-reliance on bank credit historically experienced in Europe, financial systems have evolved towards market orientation and a better balance between bank and non-bank financing, all driven by the launch of alternative equity and fixed income markets of greater accessibility for smaller companies. In addition, a number of traditional sources of funding are regaining momentum following the financial crisis of 2008, while other alternative financing methods are positioned as necessary to obtain resources from small businesses>>

PALABRAS CLAVE: PYMES; Sistemas financieros; Europa; Crédito bancario; MARF; MAB; Financiación alternativa.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	2
1.1	Justificación	2
1.2	Objetivos y estructura.....	3
2.	IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN EUROPA.....	3
2.1	Tejido empresarial español y europeo.....	4
3.	POSIBLES ORIENTACIONES DE UN SISTEMA FINANCIERO	6
3.1	Tipos de sistemas financieros. Teorías y evidencias	7
3.2	Debate sobre las ventajas de ambos modelos y su preferencia.....	8
4.	SITUACIÓN EN ESPAÑA Y EN EUROPA.....	10
4.1	Dependencia y evolución del crédito bancario en Europa.....	10
4.2	Desarrollo de mercados de capital para PYMES en España	16
4.2.1	MAB.....	16
4.2.2	MARF.....	18
5.	EVOLUCIÓN Y RUPTURA DEL MODELO TRADICIONAL DE FINANCIACIÓN	20
5.1	Fuentes tradicionales de financiación.....	20
5.1.1	Autofinanciación.....	20
5.1.2	Crédito comercial.....	24
5.1.3	Leasing y renting.....	26
5.2	Métodos de financiación alternativos.....	28
5.2.1	Sociedades de garantía recíproca.....	29
5.2.2	Capital Riesgo.....	31
5.2.3	Business Angels.....	33
5.2.4	Plataformas colaborativas.....	35
5.3	Cómo las fintech han cambiado o pretenden cambiar las finanzas	37
6.	Conclusiones.....	39
7.	Bibliografía	41

CAPÍTULO I

Introducción

1.1. Justificación:

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) tienen un papel protagonista y fundamental en la economía española y europea. Su actividad genera más de la mitad de la producción de bienes y servicios, y además son la principal fuente de creación de empleo. Identificar los medios y recursos que utilizan las mismas para acceder a una financiación que se antoja siempre necesaria, es algo fundamental para comprender la situación a la que se enfrentan día a día y los obstáculos que han tenido superar, y también para certificar que el menor tamaño medio de las empresas que componen el tejido empresarial europeo, a falta de medidas que impulsen vías de financiación alternativas, condiciona enormemente la organización y orientación de los sistemas financieros de los países.

Gracias al estudio que sigue a continuación podremos identificar la forma concreta que adoptan los sistemas financieros de los países más importantes de la Unión Europea, y también, de un modo dinámico, analizar la evolución que han seguido los mismos tras unos años de profunda inestabilidad financiera. Prever y analizar los progresos futuros que pueden sucederse y determinar las mejores formas o los mejores métodos que se podrían establecer y potenciar, incidiendo en el modelo español, nos ofrecerá una visión más que necesaria para entender el marco en el que se desenvuelven actualmente, y previsiblemente lo harán en el futuro, los 23 millones de sociedades europeas en su búsqueda de obtención de financiación.

El método tradicional de financiación de una empresa se puede identificar como la utilización de los fondos propios y de los créditos comerciales concedidos por los proveedores. Sin embargo, la financiación a través del sistema bancario se ha ido fortaleciendo e instaurando como la más importante y principal fuente de asistencia financiera en la mayoría de los países de la UE, especialmente para las PYMES. Tras un periodo de fuerte restricción crediticia causado por la crisis del sector financiero en 2008, que asfixió los balances de buena parte de las empresas de Europa, la vitalidad de la economía europea debe y pretende restablecerse gracias a una serie de cambios que ponen de manifiesto la necesidad de desarrollar métodos externos de financiación más equilibrados y participativos, que contrarresten la excesiva dependencia que generalmente ha existido en Europa del sector bancario.

Hablamos en este sentido de cambios que acerquen a las sociedades, prioritariamente a las PYMES, a los mercados de capitales, pero también que fortalezcan el papel de las sociedades de garantía recíproca, que impulsen más operaciones y de mayor cuantía encuadradas dentro del denominado capital riesgo, o en otro extremo de carácter más asociativo, cambios que logren una mayor penetración en el sector de la economía colaborativa y que coloquen a estos medios como fuente de oportunidad para el desarrollo económico-financiero de los negocios de menor tamaño.

De este modo, a través del estudio que sigue a continuación se tratará de asignar datos concretos a cada una de las cuestiones que se han mencionado y se intentará sacar conclusiones que definan con acierto tanto la realidad económico-financiera de las sociedades a nivel europeo, teniendo principalmente en el punto de mira a las PYMES, como los posibles caminos a seguir.

1.2 Objetivos y estructura.

El objetivo de este proyecto de investigación y análisis es, en un primer momento, realizar una fotografía del tejido empresarial español y europeo, donde se remarcará el predominio de las PYMES y las diferencias que existen entre los diferentes países analizados. Esta es una cuestión sumamente relevante, ya que el tamaño de las sociedades es reconocido generalmente como un factor que determina en buena medida las opciones de financiación a las que puede recurrir una empresa, de modo que las cuestiones que se debaten a continuación dependen en gran parte de esta situación.

El segundo paso será la identificación y definición de la forma concreta que puede adoptar cualquier sistema financiero, pudiéndonos encontrar con economías mayormente bancarizadas y otras más orientadas hacia los mercados de capitales. Se situará a España y a alguno de los países más relevantes de Europa dentro cada forma, para después realizar un breve debate sobre las implicaciones de uno y otro modelo y sobre si deben existir preferencias o no para potenciar la mayor inclinación hacia alguno de ellos.

Luego se pasará a determinar la orientación del sistema financiero español y la de algunos grandes países de Europa como Alemania, Reino Unido, Francia o Italia, desarrollando para ello un análisis más concreto del acceso al crédito de las sociedades y de la financiación que se obtiene vía mercado de capitales. Este análisis evidenciará, gracias a la comparación del peso de ambos tipos de financiación, bancaria versus mercado, la situación en la que se encuentra cada país y su evolución en el tiempo, interpretando brevemente las posibles causas que lo motivan. Tras ello, el siguiente apartado dentro de este mismo capítulo nos servirá para analizar la evolución de la financiación vía mercado de capitales por parte de las PYMES en España y sobre cómo deberían de reforzarse dichos mecanismos para que estos cada vez jueguen un papel más importante para ellas.

Por último se realizará un análisis cuantitativo de la importancia que tienen diferentes fuentes y métodos de financiación, tradicionales y alternativos a la banca y a los mercados, cuyo desarrollo e impulso pueden suponer una ruptura a las dos orientaciones que se toman de partida. Veremos la evolución de los mismos en los últimos años y la importancia que tienen o podrían tener en cada uno de los países analizados, dando pie con ello a imaginar un futuro en el que los métodos de financiación, y a su vez el sistema financiero de estos países, centrándonos en España, sean totalmente diferentes a los que predominan hoy en día.

CAPÍTULO II

Importancia de las PYMES en Europa.

Se hace necesario que dada la importancia que tienen las PYMES dentro del tejido empresarial español y europeo y las consecuencias directas que tiene este aspecto sobre la obtención de financiación y los métodos utilizados, se realice un primer análisis de cuáles son las características que nos encontramos en cuanto a tamaño empresarial en los diferentes países que se van a analizar y comparar durante todo el estudio (principalmente España, Alemania, Francia, Reino Unido e Italia).

Serán entendidas en este estudio como PYMES todas aquellas empresas que cumplan exclusivamente el criterio de contar con una plantilla inferior a 250 trabajadores. De este modo, y aunque en la definición europea de PYME recogida en el Anexo I del “Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión” se incorporan criterios de balance

general y volumen de negocio, dadas ciertas referencias complementarias que tomaremos de informes facilitados por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, el Directorio Central de Empresas (DIRCE) o el Círculo de Empresarios, se limitará única y exclusivamente el término PYME a la condición del volumen de plantilla que presente la sociedad, debiendo categorizarse como microempresas aquellas que tengan una cifra de entre 1 y 9 trabajadores, pequeñas empresas las que tengan una plantilla de entre 10 y 49 trabajadores y empresas medianas cuando la cifra de empleados se encuentre entre 50 y 249 trabajadores. Aquellas que tengan una plantilla igual o superior a 250 trabajadores serán calificadas como grandes empresas.

Para manifestar esa importancia de las PYMES se antoja oportuno que se configure el panorama empresarial europeo, y específicamente el español, aludiendo principalmente al porcentaje que suponen las PYMES en relación al total de empresas que operan en el país, aunque también se puede destacar la relevancia que tienen la mismas tanto en la generación de empleo como en la aportación al valor añadido bruto.

2.1. Tejido empresarial español y europeo:

Se observa en el cuadro 2.1, refiriéndonos en primer lugar al número de empresas operativas en España, cómo a fecha 1 de Enero de 2016 según el DIRCE, el número total de compañías era de 3.232.706, de las cuales 3.228.747 se calificaban como PYMES. Hablamos de que un 99,88% del total son empresas que cuentan con una plantilla inferior a 250 trabajadores, prácticamente la totalidad, algo que en la Unión Europea por término medio sucede también, ya que como se ilustra en el “Annual Report on European SMEs 2016” elaborado por el Banco Central Europeo, de las poco más de 23 millones de empresas existentes en la UE, el 99,8% tienen una plantilla inferior a 250 trabajadores, concretamente 22.959.601 empresas.

Como dato relevante se ha de indicar que en España el 55,45% del total son microempresas sin asalariados. También cabe destacar que de ese total de 3.228.747 empresas algo más de la mitad (un 52%) son personas físicas que ejercen su actividad como autónomo, siendo esta la figura más utilizada en el panorama empresarial español, aunque bien es cierto que la forma jurídica más representativa en los tramos con asalariados es la sociedad limitada, que analizada desde un punto de vista dinámico cada vez gana más importancia debida su mayor idoneidad para la constitución de empresas de pequeña dimensión. En las grandes empresas la sociedad anónima es la forma jurídica más representativa.

Para la gráfica 2.1 esta vez se tomarán referencias de un informe facilitado por el Círculo de Empresarios. Este nos servirá para hacer una comparativa de la distribución del tejido empresarial según el tamaño de las empresas entre diferentes países. Así se observa cómo para dos de los países más importantes de Europa, Alemania y Reino Unido, la participación sobre el total por parte de las sociedades que constan con 9 o menos empleados es inferior al 90%, concretamente 84,2% y 89,2%, mientras que en España la participación de las mismas sobre el total es del 94,6% (solo superada por Italia y Portugal), y casi dos puntos por encima de la media europea (92,8%). Esto, a su vez, conlleva inevitablemente a que para las restantes categorías de pequeña y mediana empresa la participación en Alemania y Reino Unido sea más elevada que en el resto, eso sí, destacando que la suma de porcentajes ambas categorías en Alemania (17,1%) es 11,8 puntos porcentuales más alta que en España (5,3%) y 6,6 puntos mayor que el segundo país en importancia, Reino Unido (10,5%). Por último, respecto a las grandes empresas, también se destaca la mayor importancia que tienen en Reino Unido y Alemania, aunque los porcentajes sobre el total sean bajos. En este caso la participación de las grandes empresas sobre el total en España es de casi la mitad que la de la media europea.

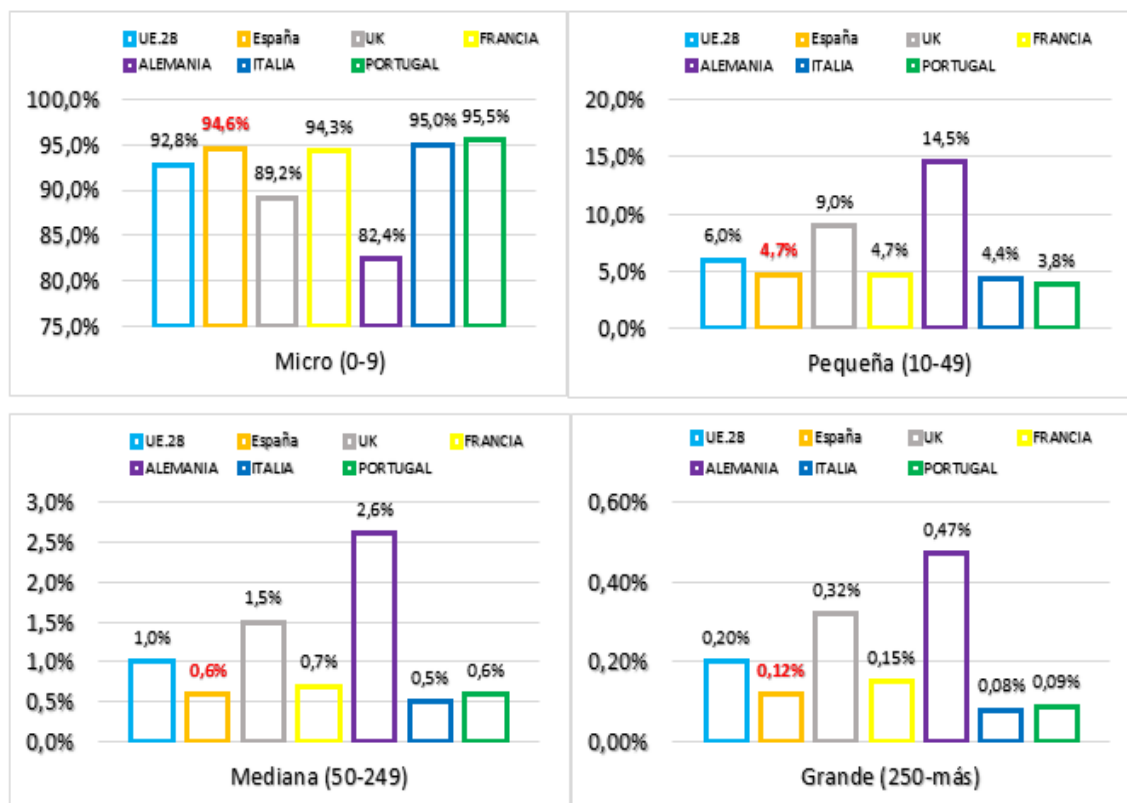
Cuadro 2.1 Número de sociedades en España por tamaño y forma jurídica.

	Total	Persona Física	Sociedad Anónima	Sociedad Limitada	Otra forma jurídica
Total	3.232.706	1.681.136	85.021	1.151.264	315.285
Micro sin asalariados	1.790.247	1.156.866	27.199	434.321	171.861
Micro 1-9	1.303.449	519.262	31.699	626.075	126.416
Pequeñas 10-49	115.641	5.008	18.145	79.869	12.619
Medianas 50-249	19.410	0	6.223	9.581	3.606
Pyme 0-249	3.228.747	1.681.136	83.266	1.149.846	31.499
Grandes 250 y más	3.959	0	1.755	1.418	786

Fuente INE, DIRCE; Retrato de la PYME. Fecha 1 Enero 2016.

Nota: Existen datos sobre el volumen de empresas con actualizaciones mensuales ofrecidos por el ME y SS de los que se observa que el número total de entidades en España en 2017 es inferior a tres millones. En todo caso la proporción de PYMES se sitúa en el 99,84% del total, bastante similar a la del cuadro que se muestra.

Gráfica 2.1 Tamaño empresarial (%); España vs Europa.



Fuente: Círculo de Empresarios (estimaciones Eurostat), 2016.

Se ha dicho anteriormente que la gran importancia de las PYMES también se ve reflejada en otros dos aspectos muy relevantes; la contribución al empleo y la aportación al valor añadido bruto.

En relación al empleo, de nuevo el “Annual Report on European SMEs” aclara que por término medio en la UE el 66,8% de los puestos de trabajo son ocupados por trabajadores de PYMES. En consonancia con los datos anteriores, realizando una comparativa entre España y el resto de países de la UE, se puede imaginar que la mayor proporción de PYMES respecto del total de empresas que existen en España y, añadimos, el hecho de que la media de trabajadores para las grandes empresas en España es de en torno a 1.050 empleados, mientras que para el Reino Unido, por ejemplo, la media es de 1.430 o en Francia de 1.250, hacen que la aportación de las PYMES al mercado laboral en España sea mayor que en gran parte de la UE. Concretamente en España es del 73%, mientras que en Reino Unido es del 54% y en Alemania y Francia del 63%.

Por su parte, la aportación al valor añadido bruto de las empresas también en función de su tamaño, según el informe “SBA fact sheet 2016” de la Comisión Europea, es para micro, pequeñas y medianas empresas en España de un 61,30% del total, cifra 3,9 puntos porcentuales mayor que la de la media para la UE (57,40%) y 9,2 puntos superior a la de Reino Unido, país de los que tomaremos referencias en los siguientes apartados donde la aportación relativa al VAB por parte de las PYMES es menor (52,10%).

De este modo, se hace evidente que el menor tamaño de las empresas españolas respecto a la media de la UE (Incluye Reino Unido) es una realidad, con una fuerte presencia de microempresas, de las que incluso gran parte de las mismas son sin asalariados. Este hecho es bastante importante, ya que la literatura económica sostiene con bastante firmeza que esta característica de nuestro tejido empresarial ha sido uno de los aspectos que más ha condicionado la orientación bancaria que el sistema financiero español presenta, ya que como más adelante se desarrollará, las PYMES son las que más problemas tienen de cara al acceso a fuentes de financiación alternativas.

CAPÍTULO III

Posibles orientaciones de un sistema financiero.

En este segundo apartado, antes de determinar la orientación concreta que adopta el sistema financiero español y hacer una comparativa del mismo con la del resto de países de la UE, es conveniente sintetizar las ideas y argumentos teóricos que la literatura económica clásica ha aportado generalmente sobre los sistemas financieros.

El interés de este trabajo es analizar el papel que juegan tanto bancos como mercados en la canalización de fondos desde los ahorradores hacia las empresas no financieras, haciendo especial hincapié en las empresas de pequeño y mediano tamaño. Antes de entrar en particularidades y características de lo anterior, se debe simplificar y decir que cuando se habla de la orientación que toma un sistema financiero simplemente se alude de una manera indirecta a las distintas fórmulas a las que las empresas pueden y suelen recurrir para obtener fondos. Así, partiremos en primer lugar de la definición básica de un sistema financiero basándonos en Maroto (1993), quién de una forma general define a los mismos de la siguiente manera; “Los sistemas financieros son aquellos que garantizan el mecanismo de los pagos en la economía y canalizan de manera eficiente el ahorro económico entre los agentes con superávit y déficit, mediante la contrapartida de los activos financieros emitidos por los demandantes de ahorro.”

Cabe decir que tras la inestabilidad financiera sufrida durante los últimos 10 años, en Europa se ha vuelto a reabrir de nuevo uno de los debates que podrían catalogarse como más clásicos en economía financiera; el de cuáles son las ventajas e inconvenientes que presentan las posibles orientaciones que puede tomar un sistema financiero y, en todo caso, cuál de ellas aportaría más ventajas frente a la otra para potenciar el crecimiento económico de un país o de una determinada zona.

3.1. Tipos de sistemas financieros. Teorías y evidencias.

Generalmente, y de manera resumida, tomando como referencia principal a Mayer, C. (1994), la literatura económica acostumbra a distinguir entre dos tipos de sistemas financieros:

- Sistemas financieros basados en el crédito (Banking oriented).
- Sistemas que tienen como institución clave a los mercados financieros (Market oriented).

Según el mencionado Mayer, estas estructuras son resultado de las relaciones existentes entre la propiedad de las empresas y las fórmulas de financiación. Se ha de añadir, además, que en todos los países desarrollados la gama de instituciones, activos financieros y mercados es semejante, de modo que el único aspecto diferenciador en este sentido es el peso relativo que tienen esas instituciones, activos y mercados dentro de cada país.

Se habla de sistemas financieros basados en los mercados cuando se hace referencia a aquellos sistemas de trayectoria bursátil en los que la proporción de pequeños inversores es elevada y el mercado es amplio y profundo. Las características más fundamentales de los mismos son que la propiedad de las empresas está más dispersa y que, en el plano temporal, las relaciones entre las sociedades y las instituciones bancarias son entendidas a corto plazo, jugando en ellas un papel menos importante el compromiso y la confianza mutua (Jaime de la Torre e Ignacio Carvajal, 2014).

En este tipo de sistemas la financiación que necesitan las sociedades es obtenida mayormente por medio de emisiones de valores. Estas ponen en circulación títulos o valores en el mercado con el objetivo de adquirir recursos financieros y servirse de los mismos para desarrollar su actividad y/o acometer sus inversiones. Las emisiones pueden ser públicas; cuando colocan títulos en el mercado de valores a través de la intermediación bursátil, o privadas; si esa colocación se realiza a través de una venta directa de un paquete de acciones del vendedor hacia el comprador o se efectúa directamente a los actuales accionistas. Se toman de referencia de este modelo a países anglosajones como Estados Unidos y Reino Unido.

En contra, en los sistemas financieros basados en el crédito la intermediación bancaria gana peso, siendo la forma más básica de financiación la solicitud de crédito a las entidades bancarias. En estos sistemas de predominio bancario la concentración de la propiedad de las empresas es mayor, y también al contrario que en el modelo anterior, la relación entre las mismas y las instituciones bancarias se concibe a largo plazo y con mayor estrechez y fidelidad (Maroto y Melle, 2001). Esto último otorga un elevado poder a las entidades crediticias, lo que posibilita que estas influyan significativamente en la determinación del coste de financiación. Además, las entidades crediticias serán las principales encargadas de supervisar la evolución de las empresas que han obtenido los fondos (monitoring).

En este segundo modelo la intermediación financiera de los bancos es clave, haciendo posible que los fondos aportados por pequeños depositantes y a plazos reducidos puedan ser agrupados en fondos de mayor cantidad para posteriormente ser repartidos en préstamos de mayor importe y a plazos más elevados. En este caso, los países que se toman de referencia son Japón, en un plano exterior, y Alemania, Italia, Francia o España para nuestra zona económica.

En todo caso, se debe afirmar que de ninguna manera ambas formas son excluyentes entre sí, de modo que lo óptimo para que la financiación sea siempre accesible y los costes negociables y no excesivamente elevados, es conseguir un sistema financiero diversificado y equilibrado en el que se ofrezcan vías de financiación alternativas (Rodríguez Quejido, 2013). Por consiguiente, si por circunstancias coyunturales la financiación ejercida a través de los mercados financieros es insuficiente, el sector bancario debe ser capaz de actuar como compensador e intensificar su papel para amortiguar los efectos recesivos derivados del parón de los mercados. En el caso contrario, si por circunstancias de política económica o de mercado a través del sistema bancario no se puede atender toda la demanda de crédito existente, se hará necesario que se potencie como vía alternativa el acceso a la misma a través del mercado bursátil.

Podemos citar como ejemplo de esto la desaparición súbita de la financiación vía mercados financieros que tuvieron que afrontar las empresas estadounidenses tras la crisis tecnológica sufrida en el 2001, que gracias a la actuación de un sistema bancario que supo actuar como compensador y como fuente de diversificación se logró amortiguar y contrarrestar.

3.2. Debate sobre las ventajas de ambos modelos y su preferencia.

Apoyándonos en diferentes estudios se van puntualizar a continuación las fortalezas generales que presentan cada uno de los modelos, banking oriented y market oriented, para así entender si alguno de ellos es preferible frente al otro en cuanto a incentivación del crecimiento. Como ya se ha dicho anteriormente, este debate tiene un largo recorrido, siendo abordado durante la década de los 90 en innumerables publicaciones económicas, por lo tanto, dado lo extenso que se presenta el mismo, el objetivo en este apartado no será más que el de intentar aclarar los aspectos e ideas más relevantes.

Al principio de la década de los 90 (Mayer 1988, 1990; Hellwing, 1991) se partía de la premisa de que la figura de la intermediación bancaria era la más adecuada en términos de estabilidad e incentivación de la inversión productiva, ya que el modelo de banca comprometida a largo plazo con las actividades de las empresas, sus tareas de monitorización, selección de los proyectos y destino de los fondos, además del papel clave de intermediario financiero que atiende la financiación de pequeñas y medianas empresas que no pueden acudir al mercado bursátil y que cubre las necesidades de las sociedades cotizadas cuando el mercado de acciones retrocede, habrían demostrado por aquel entonces su mayor solidez y solvencia.

Pero de repente todo este ideario empezó a cambiar, hasta que en Europa se ha llegado a un gran consenso en torno a la conveniencia de impulsar el desarrollo de los mercados de capitales y reducir la dependencia que existe de la financiación bancaria en gran parte de los países de la eurozona. Se comenta que quizás la anterior idea no fuese más que un espejismo derivado del mayor ritmo de crecimiento que se vivía por aquel entonces en Japón o Europa con respecto al de Estados Unidos, siendo el de este último el mayor exponente de un sistema financiero de marcada orientación hacia los mercados de capitales.

Ese cambio de mentalidad que indica Antonio Torrero (2003), elevó el bien hacer del cortoplacismo de los mercados, pasando a ser pensado este como una bendición, al impedir que los problemas derivados del sistema de orientación bancaria se enquisten y sigan asignándose recursos a actividades sin futuro. Esto es así porque los mercados permiten ajustes más rápidos ante situaciones indeseadas o con dudosa proyección. También, gracias a los mismos y en el seguimiento continuado de las cotizaciones, se produce un mejor control de la dirección, ya que los administradores tienen a alinear sus intereses con los de los accionistas (Allen, 1993). Por último, se ha demostrado que asumen mejor el riesgo, potenciando la financiación de actividades con un alto componente innovador y con un mayor potencial de crecimiento, lo que, en una etapa económica como la actual donde la importancia de los activos intangibles es cada vez mayor, se convierte en un factor clave (Vicente Sala Fumás, 2013).

Entonces, ¿Se podría llegar a la conclusión de que un sistema más orientado hacia los mercados es mejor que uno orientado hacia la banca?

Basándonos en Levine (2002), la evaluación básica de las posibles orientaciones del sistema financiero se determina en función de los servicios financieros que estos han de proporcionar, que son:

1. Adquisición de información, evaluación de oportunidades de inversión y control corporativo.
2. Facilidad en el manejo del riesgo.
3. Disminución del costo de movilización de recursos.

Más allá de los pros y los contras que cada uno presentan, tras la demostración (que aquí no veremos) de que ambos sistemas tienen capacidades suficientes en cada una de las cuestiones que se enumeran, desde este enfoque (el de los servicios financieros) Levine resuelve en su trabajo que la cuestión principal que debe suscitarse del debate banca vs mercado no es la de la elección entre uno u otro, sino más bien que lo importante de cara a la potenciación del crecimiento de una economía es poder crear las condiciones adecuadas para que tanto bancos como mercados bursátiles provean al sistema de servicios financieros saludables. Allen y Gale (2000) aportaban en este sentido que una mezcla entre ambos es más que necesaria para el crecimiento económico y que la proporción entre uno y otro será resultado del nivel de desarrollo y de otros aspectos como el marco legal.

En resumen; los resultados empíricos del trabajo de Levine son muy claros al respecto, pudiéndose afirmar que ni los sistemas financieros de orientación bancaria ni los de orientación hacia mercados bursátiles son particularmente más efectivos a la hora de incentivar el crecimiento. Eso sí, posteriormente se demostró (Levine junto a Demirgüç-Kunt y Fayen en 2012) que a medida que las economías crecen tanto el sistema bancario como los mercados financieros se vuelven más desarrollados, pero la sensibilidad de la producción económica al desarrollo de los bancos tiende a disminuir, mientras que la sensibilidad de la producción económica al desarrollo del mercado de valores tiende a aumentar. Se sugiere de este modo que los servicios prestados por los mercados financieros, si bien no son más efectivos, si se vuelven comparativamente más importantes a medida que los países crecen.

Además de esas cuestiones sumamente importantes del trabajo de Levine, es importante que se recalquen tres conclusiones de Antonio Torrero (2005) al respecto de la posibilidad de intercambio entre una orientación u otra, ya que el debate de la preferencia entre uno y otro invita a pensar que la movilidad entre ambos es rápida y sencilla, cosa que no es así.

- Ambos modelos no serían intercambiables ni a corto ni a medio plazo. Los modelos en cada país se fundamentan en la tradición histórica y en el sistema legal, de modo que la única posibilidad sería la de una transición pausada de uno hacia otro.

- Desde el punto de vista de asunción y soporte del riesgo, si las familias no acostumbran al mismo no cabe la posibilidad de pensar en un sistema con marcada tendencia hacia mercados financieros.
- Dado que la gran masa del aparato productivo es la PYME, aunque el desarrollo de los mercados sea algo de vital importancia, la dificultad de acceso de las empresas de menor tamaño al mismo supone un gran escollo que superar que, a falta de actuaciones contundentes, sigue reforzando el papel de los intermediarios bancarios.

Como conclusión, aunque desde los enfoques de sistema bancario y mercado bursátil se defiendan las características del uno frente al otro, de modo que en base al primero se entiende que los sistemas basados en la banca fomentan más el crecimiento, especialmente en etapas tempranas del desarrollo económico, y en base al segundo que los mercados proporcionan servicios financieros clave que estimulan en mayor medida la innovación y con ello el crecimiento, lo cierto es que desde el enfoque puro de los servicios financieros ofrecidos ninguno es preferible frente al otro, quedando minimizado así el debate entre banca y mercados. De este modo, según el trabajo de Levine, todo se reduciría en último lugar al enfoque legal, desde donde se enfatiza que la capacidad del sistema legal para crear un ambiente legal saludable es la clave para maximización y la eficiencia del crecimiento económico en el largo plazo.

CAPÍTULO IV

Situación en España y en Europa

Tras este desarrollo teórico de las dos posibles orientaciones que la literatura económica clásica entiende que puede tomar un sistema financiero y el debate sobre las ventajas de cada una de ellas y su preferencia, en este capítulo se realizará un análisis más concreto de las características que tienen en global los sistemas financieros en Europa y su evolución, particularizando en España, Reino Unido, Francia, Alemania e Italia, haciendo también referencias a la situación que caracteriza a EEUU.

4.1 Dependencia y evolución del crédito bancario en Europa.

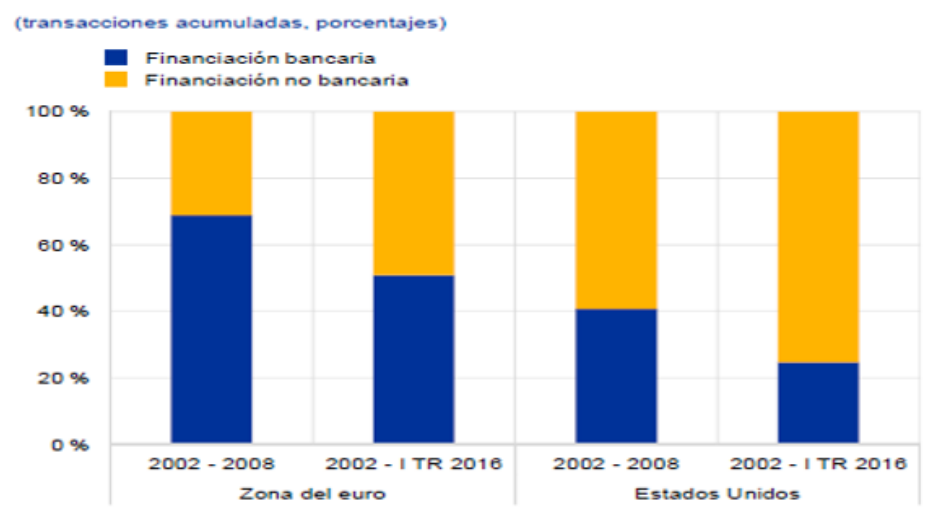
Por lo general se ha de reconocer la mayor importancia del crédito bancario en Europa frente a la financiación obtenida en los mercados de valores o a través de cualquier otra fórmula de financiación alternativa. El peso que tiene el mismo sobre la financiación de las sociedades no financieras sigue siendo hoy en día demasiado elevado en mucho de los países de Europa, a excepción de Reino Unido, que siempre ha contado con unos mercados de capital más desarrollados y unas fuentes de financiación más diversificadas entre sus empresas. Además, se puede decir que esa dependencia de los intermediarios bancarios se vuelve especialmente relevante en el caso de las PYMES. Tanto es así, que para un gran número sociedades de pequeño tamaño la liquidez facilitada por los intermediarios bancarios es la única fuente de recursos que manejan para la financiación de sus actividades. En este sentido, el menor tamaño medio de las sociedades de un determinado país siempre se ha considerado un factor clave que, a falta de mecanismos de impulso (cosa que se ha criticado en España durante mucho tiempo), supone una gran barrera a la hora de acceder a canales que ofrecen vías de financiación alternativas.

Hay que decir, en todo caso, que se puede observar para el conjunto de países de la zona del euro una evolución bastante favorable en cuanto a la mayor utilización de fuentes de financiación no bancarias, y por ende una reducción de la dependencia anteriormente mencionada. Como vemos en la gráfica 4.1, facilitada por el Banco Central Europeo en uno de sus boletines económicos, durante el periodo 2002-2008 las

transacciones acumuladas a través de intermediarios bancarios representaban alrededor de un 70% (se estima un 85% en el caso de las PYMES) de la financiación externa total de las sociedades no financieras, porcentaje que se reduce hasta el 50% si ampliamos el abanico temporal hasta el primer trimestre del 2016. Así, mientras que en el cuarto trimestre de 2008 los préstamos suponían un 41,3% de la financiación externa con coste de las sociedades no financieras europeas, en el primer trimestre de 2016 ese mismo porcentaje descendió hasta el 35,4%.

Gracias a la misma también se puede comparar la situación de la zona del euro con respecto a la de EEUU, donde el porcentaje que suponen las transacciones acumuladas a través de intermediarios bancarios se ha reducido igualmente hasta alcanzar un valor de en torno al 25%, la mitad que para los países de la zona del euro, pudiéndose comprobar la menor dependencia bancaria de las sociedades estadounidenses y la mayor diversidad en sus fuentes de financiación. Esta situación siempre ha alimentado ese intenso debate que hemos desarrollado en el capítulo anterior sobre la conveniencia de que en Europa se siga el modelo que predomina en EEUU y se delegue principalmente hacia los mercados la responsabilidad de movilizar el capital para satisfacer las necesidades financieras de las sociedades.

Gráfica 4.1. Porcentaje de financiación bancaria y no bancaria en la financiación total de las sociedades no financieras, Eurozona y EEUU.



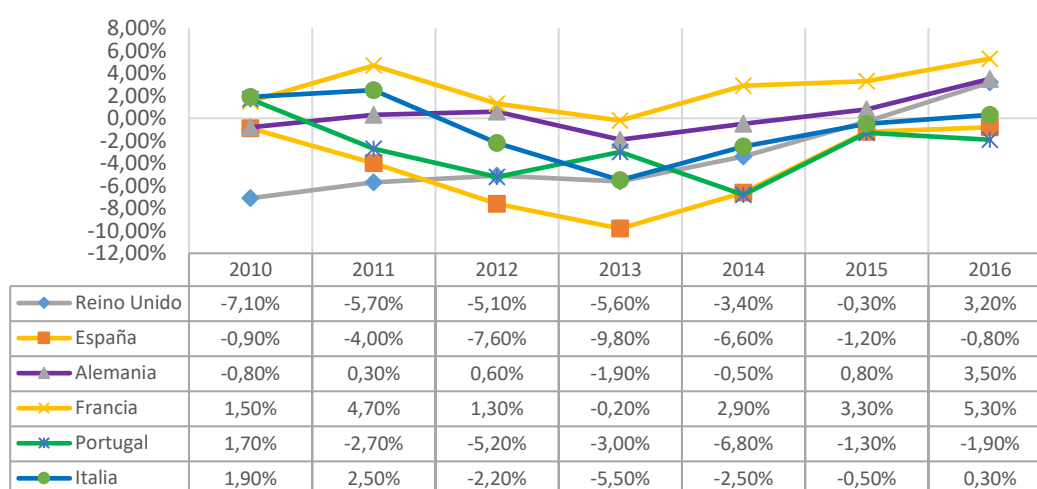
Fuente: BCE y Reserva Federal.

Esa mayor relevancia de las fuentes de financiación alternativas a la bancaria en la zona del euro se explica en buena parte por las restricciones de crédito impuestas por el sector bancario durante el periodo de crisis financiera iniciado en 2008. Aunque en la gráfica 4.2 no se observe, en el periodo anterior a la crisis la financiación era barata y masiva para todas las empresas. Los criterios de análisis de riesgo de las entidades bancarias se habían emlandecido y la altísima liquidez existente en los mercados permitió a las entidades financieras mantener un fuerte incremento de la inversión, circunstancia que en España fue bastante más intensa que en el resto de Europa. A ello se le sumaron unos niveles bajos de tipo de interés y de inflación y el aprovechamiento de la innovación y el progreso tecnológico para crear nuevos productos financieros que facilitaban a las entidades financieras la colocación de sus activos menos líquidos (José Manuel Piñero, 2010). Pero obviamente, tras el estallido de la crisis en 2008 las condiciones de financiación y los requisitos para el acceso a la misma se endurecieron,

llegando a una situación en la que las tasas de crecimiento del crédito bancario no han parado de ser negativas en la mayoría de países europeos hasta la actualidad, donde la nueva reducción de los tipos de interés en las operaciones y la exigencia de menos garantías, además de la mejora económica, han hecho que tanto las cuantías concedidas como el número de operaciones de crédito se estén recuperando.

Como se verá con algo más de detenimiento más adelante, esta situación elevó los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras, lo que las llevó a iniciar un proceso de desapalancamiento en el que se han fortalecido tanto los niveles de recursos propios como evidenciado la necesidad de promover fuentes de financiación alternativas a la bancaria ya asentadas en otras economías como la estadounidense y que sean accesibles para empresas de menor tamaño. De este modo, aunque en la actualidad una de las prioridades del Banco Central Europeo haya sido solventar el problema bancario para que el sector vuelva a recuperarse, parece ser que este lo hará pero de un modo menos intenso que en el pasado.

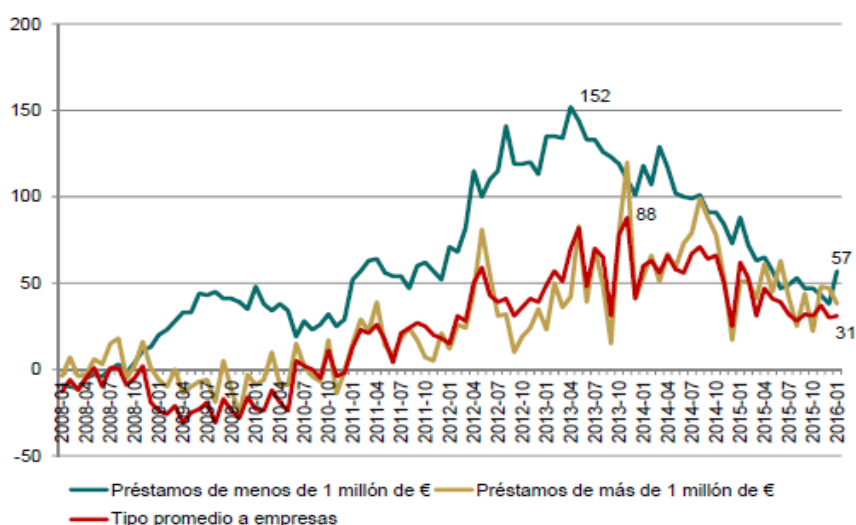
Gráfica 4.2. Tasa de variación interanual del crédito hacia sociedades no financieras, Europa (2010-2016).



Fuente: Datos BCE

Aun dicho lo anterior, hay que matizar que esta situación en Europa no ha sido genérica. En el caso de España, para el periodo 2002-2008 los intermediarios bancarios aportaban el 79% de las transacciones acumuladas, situación que si bien es cierto se ha reducido, no lo ha hecho de manera tan contundente como para el conjunto europeo, por lo menos hasta el primer trimestre del año 2016. Esta circunstancia es explicada por los expertos debido al menor tamaño medio de las sociedades de nuestro país, cosa que ya hemos visto, al fuerte abaratamiento del crédito bancario en los últimos años, que durante buena parte de los últimos años se ha mantenido a tipos diferencialmente más elevados que en el resto de Europa (gráfica 4.3), y por las trabas legales y el escaso desarrollo de mecanismos alternativos de financiación, en lo que más adelante profundizaremos. Hechos que dificultan que en nuestro país las fuentes de financiación alternativas a la bancaria tengan la importancia que tienen en el resto de nuestros socios europeos de más envergadura, de modo que la dependencia bancaria de las sociedades españolas sigue siendo aún bastante pronunciada.

Gráfica 4.3 Diferencia entre el tipo de interés de un préstamo bancario en España respecto a la Eurozona (1T 2008 – 1T 2016).

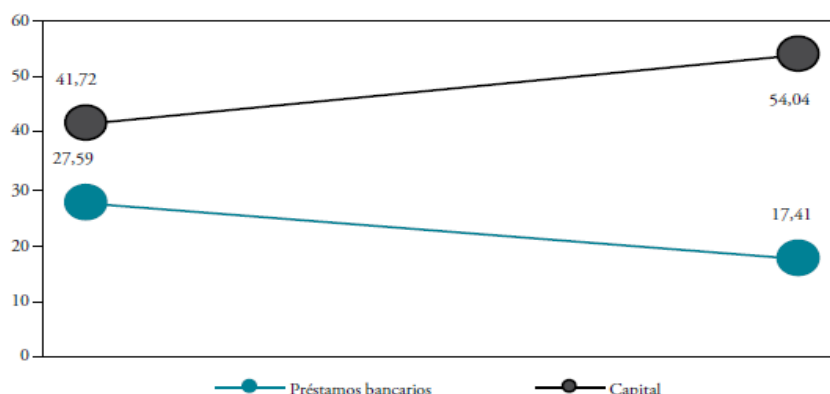


Fuente: Joaquín Maudos (2016), datos BCE.

Además, el Banco Central Europeo aclara que el retroceso de la financiación bancaria respecto a la financiación no bancaria es mayormente explicado por la evolución de la estructura de financiación externa de las grandes empresas, mientras que para las PYMES se puede afirmar que el crédito bancario sigue manteniendo su importancia como principal fuente de financiación externa. De este modo, el Banco Central Europeo deja clara la dirección hacia la que deben encaminarse las actuaciones; la mejora de mercados alternativos al bancario que sean accesibles para empresas de menor tamaño.

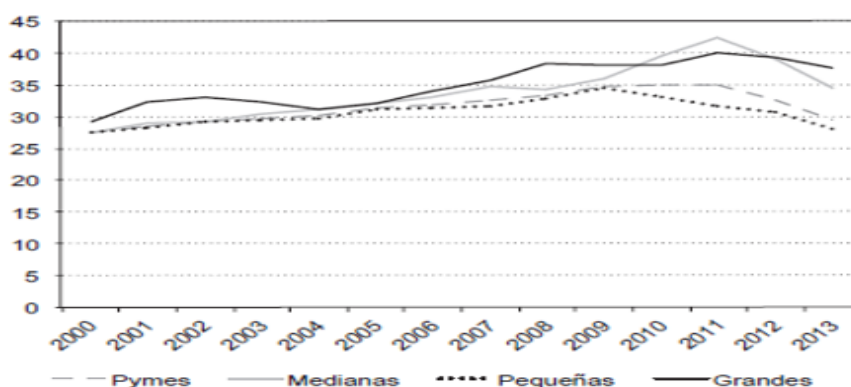
Aun así, se puede ver en las siguientes gráficas (4.4 y 4.5) esa evolución a menos que ha experimentado la dependencia de los préstamos bancarios en España. En la primera de ellas, sin distinguir por tamaños, se analiza el peso de los mismos sobre el pasivo, observándose una caída que va desde un 27,59% en 2008 hasta un 17,41% en 2016, por lo que se muestran evidencias de un mejor acondicionamiento de la estructura de pasivos de las sociedades en general. En la segunda podemos ver en porcentaje el recorrido del peso de los préstamos sobre las deudas totales. Se aprecia como la importancia de los préstamos bancarios sigue en incremento hasta 2 o 3 años después de la explosión de la crisis, para iniciar en 2011 una caída que aún sigue en marcha (si se desea véase el cuadro 4.1 para comparar dicha situación entre en los países incorporados en la base de datos BACH, sin distinguir por tamaño).

Gráfica 4.4 Evolución del peso sobre el pasivo de préstamos con entidades financieras y fondos propios. Sociedades no financieras de España (% del balance, 2008 izquierda, 2016 derecha).



Fuente: Domingo García y Javier Garrido, 2017. Datos BE.

Gráfica 4.5 Evolución de la deuda con entidades bancarias en España, por tamaño empresarial (% sobre deudas totales, 2000-2013).



Fuente: BBVA a partir de datos de la base de datos BACH (2014).

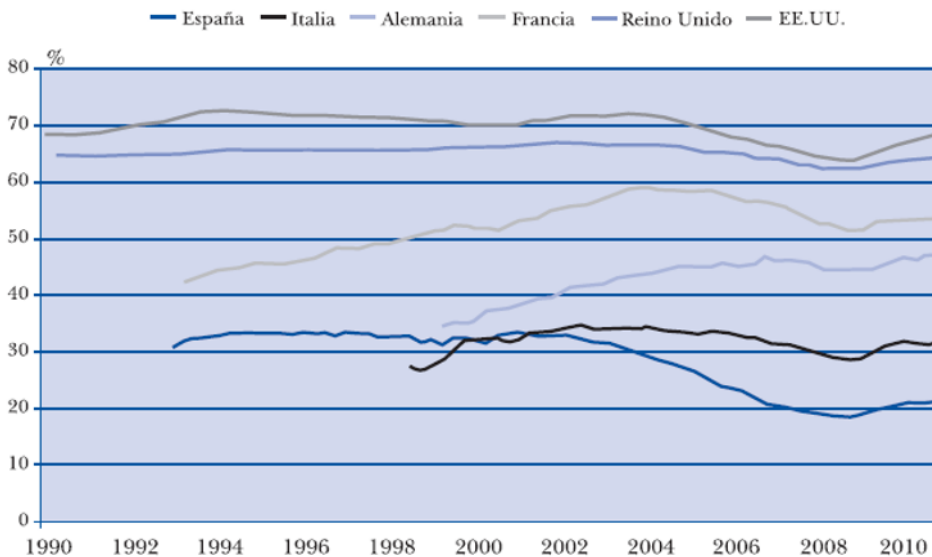
Cuadro 4.1 Importancia de la deuda con entidades bancarias en Europa (% sobre deudas totales, 2006-2014).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL BACH	24,6	24,9	25,9	25,7	24,8	24,6	23,9	23,1	22,0
ESPAÑA	33,1	33,9	33,8	34,1	35,3	35,6	34,1	32,6	29,2
AUSTRIA	37,3	36,4	33,5	35,3	31,6	34,0	36,8	37,2	35,6
BÉLGICA	28,4	27,8	28,9	27,3	26,2	25,6	26,0	26,1	26,0
REPÚBLICA CHECA	21,1	21,0	24,6	22,5	21,7	21,2	21,3	20,4	20,3
ALEMANIA	23,2	23,5	24,8	24,5	23,0	22,8	21,7	21,2	20,3
FRANCIA	18,2	18,7	19,6	19,8	19,9	19,7	18,9	18,5	18,1
ITALIA	24,6	25,3	27,2	26,8	26,7	26,5	26,0	24,7	23,1
HOLANDA	25,8	23,8	19,5	17,9	17,3	14,8	13,9
POLONIA	33,4	33,3	33,5	33,6	31,5	32,6	33,7	34,7	34,9
PORTUGAL	29,9	29,6	30,2	30,1	31,6	30,2	28,3	27,2	25,4
ESLOVAQUIA	23,5	22,2	25,1	23,9	23,0	23,1	22,0	20,8	22,6

Fuente: Base de datos BACH (2014).

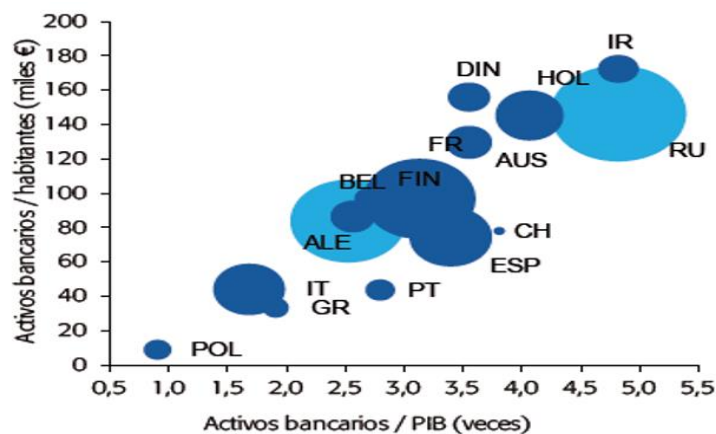
Por último, para ejemplificar aún más el elevado nivel de bancarización en España respecto a Europa, nos podemos apoyar en las gráficas 4.6 y 4.7. La primera de ellas refleja el peso relativo que tiene la financiación obtenida en los mercados sobre el total de financiación obtenida a través de mercados y entidades bancarias. La financiación de mercado se calcula como la suma de los saldos vivos de renta fija y variable para el año 1990 más la acumulación de emisiones netas posteriores, y la financiación bancaria hace referencia a los saldos vivos concedidos por entidades residentes y no residentes. Se ve perfectamente como la posición de España con un 20% y una trayectoria que ha bajado desde el año 1992 hasta 2010, aunque en estos últimos años ha seguido una ligera mejora, está muy por debajo de la del resto de países incorporados en el análisis, sobre todo de Reino Unido y EEUU, con unos valores del 65% y 70%, respectivamente. Es totalmente relevante el hecho de ver cómo, analizado el periodo completo, sólo España es el país en el que se ha incrementado esa dependencia del crédito bancario. En cuanto a la segunda gráfica, esta hace una comparación del nivel de bancarización entre diferentes países de Europa, midiendo el volumen total de activos bancarios entre habitantes (miles) y entre el PIB (veces).

Gráfica 4.6 Peso relativo de la financiación de mercado respecto al crédito bancario (1990-2010).



Fuente: CNMV, Bancos Centrales y Dealogic.

Gráfica 4.7 Nivel de bancarización en Europa (2015).



Fuente: Irene Peña, 2015. Datos BACH y AFI.

4.2 Desarrollo de mercados de capital para PYMES en España.

La mayoría de los autores y expertos coinciden en la necesidad de que desde España se sigan haciendo esfuerzos para impulsar la financiación de las sociedades de menor tamaño a través de mercados de valores, tanto de renta variable como específicamente de renta fija.

En el apartado anterior se ha visto que de manera general, al menos en los países más importantes de Europa, la tendencia hacia el equilibrio entre las fuentes de financiación bancarias y no bancarias es una realidad. Todo ello se debe en gran medida a las grandes empresas, pero también al desarrollo de mercados alternativos a los principales que permiten a las PYMES, esencialmente a las de mediano tamaño, emitir acciones o bonos con colocación directa entre los inversores.

Lejos de entrar en un análisis concreto de los volúmenes negociados en cada uno de los mercados de valores alternativos que existen en los diferentes países europeos; ya sean alternativos bursátiles tales como el Alternative Investment Market británico (AIM), el NYSE Alternext de Francia, Bélgica, Holanda y Portugal o el Entry Standard alemán, o sean alternativos de renta fija como el Nordic ABM noruego, el BondM de Alemania o el ExtraMOT PRO italiano, se dedicarán los siguientes apartados a analizar y concretar la andadura y las carencias de los existentes en España para ambas modalidades, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) por un lado y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por otro.

Pero antes de ello, resulta interesante que de nuevo, esta vez siguiendo a Antonio Giralt y Jesús González (2012), se deje constancia de los motivos por los cuales el escaso acercamiento de las sociedades en España a la financiación de mercado es una característica puramente estructural de nuestra economía, motivos que se añaden a la ya comentada escasa trayectoria de mercados alternativos para empresas de menor tamaño. Estos son cuatro:

- Primero, esa escasa financiación de mercado se ha debido en buena parte a la eficacia tradicionalmente demostrada (o al menos aparentemente demostrada) por parte del sistema bancario en España.
- Segundo, por la evasiva general de los empresarios españoles a la utilización de fuentes de financiación que pongan en peligro el control de sus compañías.
- En tercer lugar, debido a la mayor transparencia que implica la presencia en los mercados organizados.
- Y por último, la asunción de una serie de costes económicos directos e indirectos que se consideraban excesivos.

4.2.1 Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Siendo concretos y directos, el MAB surge en España en el año 2006 (aunque el mercado no se inicia hasta 2008 para las empresas en expansión) como una herramienta que gracias a una regulación más flexible y adaptada a empresas de menor tamaño, con unos costes inferiores y unos procesos que se adaptan a sus características singulares, abre la puerta a que sociedades que no cumplen las condiciones para cotizar en la Bolsa tengan la posibilidad de usar los distintos medios que un mercado de valores ofrece.

El especial interés que se muestra desde el estudio es el de analizar su evolución en términos de recursos captados para el segmento de empresas en expansión, dejando a un lado las SICAV y las SOCIMI, de modo que, apoyándonos en Domingo García y

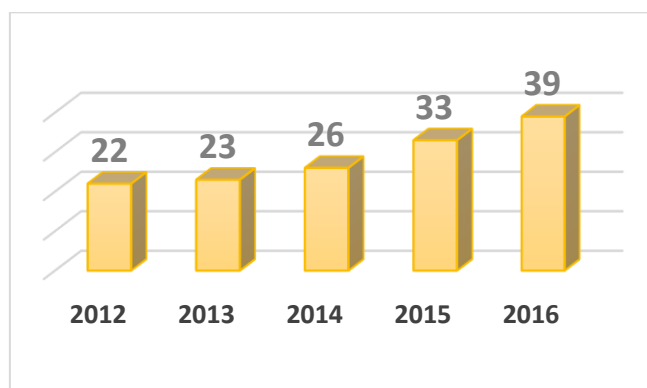
Javier Garrido (2017) y los datos ofrecidos por la CNMV y el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), se van a tratar de exponer los datos más concluyentes.

Eran 39 el número de empresas en expansión las que tenían presencia en el MAB a finales del año 2016, viniendo esta cifra en ascenso desde su apertura (gráfica 4.8). Realmente es una cifra bastante reducida, que además si la ponemos en relación con el número total de sociedades que operan en el mismo, 3.336 incluidas SICAV y SOCIMI, muestra evidencias de que la penetración del MAB aún puede tener un largo recorrido para las denominadas empresas en expansión. Así, de la capitalización total existente de 38.580 millones de euros son solo menos de 2.000 millones los que corresponden a las empresas en expansión.

La parte más interesante se relaciona con el volumen de fondos captados, para lo que se ha de recurrir al volumen total de ampliaciones de capital realizadas por las sociedades en expansión, ya sea en el momento de entrada en el mercado o en un momento posterior. Como se ve en la gráfica 4.9, este año se ha alcanzado una cifra record de fondos obtenidos a través de dichas operaciones, con una total de 223 millones de euros, 202 obtenidos en su forma de ampliación sucesiva y 21 millones por medio de 6 operaciones de ampliación realizadas conjuntamente a la salida en bolsa. Esta cifra dobla a la del año anterior para el segmento y ya supone un total de más de 630 millones de euros en el conjunto del periodo estudiado, dando síntomas de que el MAB como medio de obtención de recursos propios para empresas de tamaño mediano y grande está viviendo una aceleración más que evidente, que va de la mano de los datos que se producen en la Bolsa.

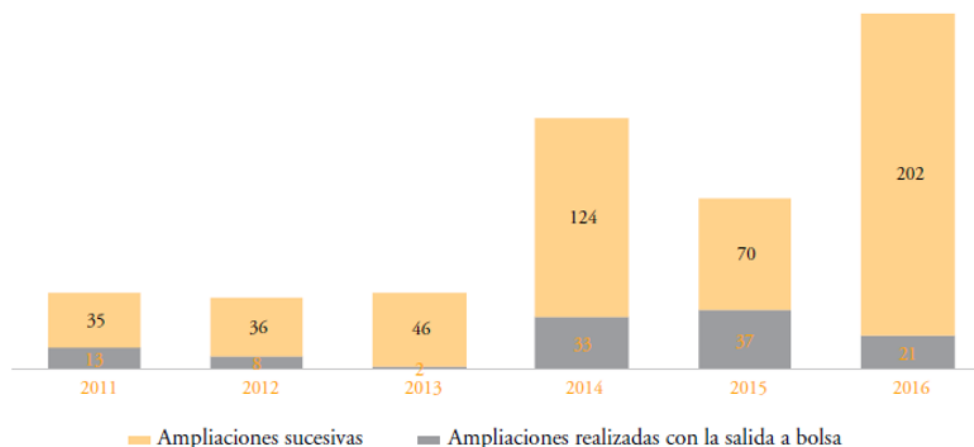
Aunque el total de los fondos obtenidos en el MAB aún ande lejos de los cerca de 28.600 millones captados en 2016 por las empresas cotizadas en el mercado continuo, si más sociedades con potencial de entrada en el MAB deciden incorporarse al mismo, en los próximos años se puede vivir una escalada del volumen total de recursos obtenidos en el MAB que, sin expectativas de llegar a las cifras que comentamos se dan en la Bolsa, al menos recorte las grandes diferencias que hoy por hoy todavía existen entre ambos mercados. Además, todo el impulso de ambos mercados (Bolsa y MAB) no hace más que evidenciar la necesaria utilización de una mayor financiación de mercado por parte tanto de grandes empresas como de sociedades de dimensión menor.

Gráfica 4.8. Número de empresas en expansión cotizadas en el MAB (2012-2016).



Fuente: Datos BME

Gráfica 4.9. Volumen efectivo de ampliaciones de capital en el MAB para empresas en expansión (2011-2016). Millones de euros.



Fuente: Domingo García y Javier Garrido (2017). Datos BME.

4.2.1 Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

Sobre el MARF se ha de comentar que este comenzó su andadura en España en el año 2013. Al igual que en el caso anterior del MAB, con el MARF se pretende dar cabida en la utilización, en este caso de instrumentos de renta fija, a empresas de menor tamaño. Las operaciones se realizan a través de una plataforma electrónica y van dirigidas a inversores institucionales, dado el importe mínimo de unos 100.000€. Aunque la participación en el mismo implique unos requisitos de acceso menos exigentes para los emisores que los que se dan en los mercados mayoristas de deuda corporativa, realmente no es una alternativa viable para que pequeñas empresas puedan obtener recursos de financiación, por lo que se puede afirmar que aún sigue sin existir un mercado alternativo que verdaderamente cumpla esta función hacia empresas de tamaño reducido.

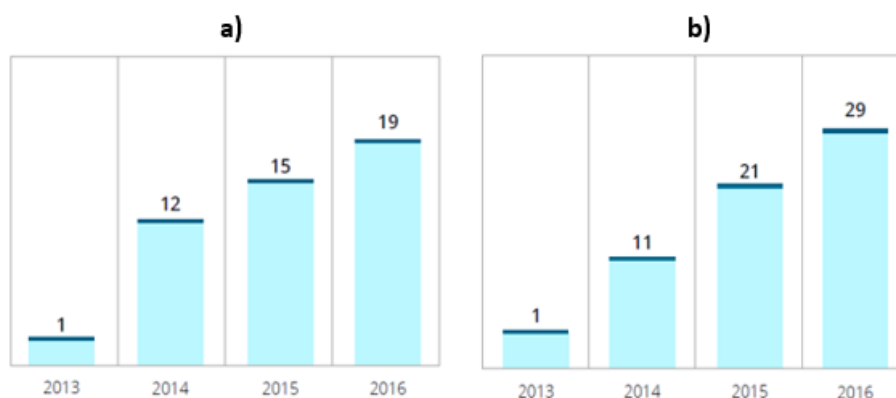
En el sentido de su funcionamiento, participantes y demás cuestiones relevantes, se invita a que se lea, entre otros, el documento de trabajo realizado por Julio Alcántara y Gonzalo Gómez titulado “El MARF como mecanismo de financiación y sus posibilidades”. Nuestro objetivo en este estudio, también en este caso, se reduce al mero análisis de la evolución de la actividad en el mismo, sirviéndonos, al igual que en el apartado anterior, de los comentarios de Domingo García y Javier Garrido (2017) y de los datos que ofrece la CNMV y BME.

Son las gráficas 4.10 y 4.11 las que nos servirán para apreciar una evolución bastante positiva de este mercado alternativo. Como se ve en la primera de ellas, el número de emisiones sigue su ascenso. En este caso, en el año 2016 son 19 las operaciones que se han realizado, 8 por medio de sociedades que operaban por primera vez en el mismo y 11 por medio de sociedades que ya lo habían hecho antes. De este modo, en suma, ya son 29 las compañías que han incrementado sus recursos gracias a esta vía desde su apertura.

La segunda de ellas nos permite analizar el volumen. Algo más de 2.280 millones han supuesto en 2016 las admisiones a cotización, ya sean a través de bonos o pagarés. Este es un salto bastante intenso con respecto a las cifras de 2014 y 2015, del 366% y 174%, que de igual modo se puede comprobar si nos fijamos en el saldo vivo a fecha de cierre de cada año. En este caso, para 2016, son 1.612 los millones en suma los que se mantienen vivos, una evolución que supone un incremento porcentual de más del 56% respecto al año anterior.

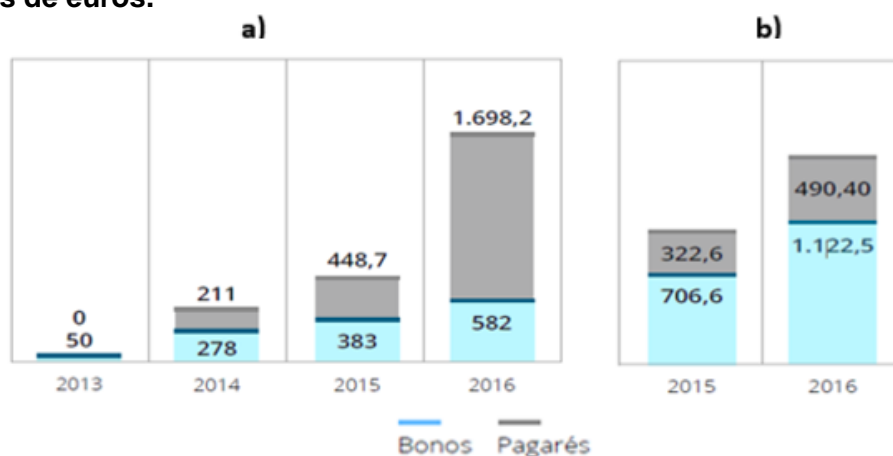
Estas cifras no andan tan lejos, en este caso, si se comparan con el volumen total de emisiones catalogadas de renta fija que realizan las grandes empresas cotizadas en el mercado principal. En suma, para el conjunto de mercados de España, el volumen total que han supuesto las operaciones de renta fija ha sido de una cifra de 23.037 millones de euros en 2016, por lo que el MARF cuenta con un protagonismo que, si ya es relativamente importante, se puede imaginar que, vista su proyección, cada vez lo será más. Por ello, si se sigue reforzando el acceso al mismo (a falta de una posible entrada de entidades de menor tamaño), en este, un momento temporal de clara aceleración de operaciones de renta fija¹, el MARF debe ser una apuesta en firme al que se deben incorporar empresas de tamaño medio-grande, con solvencia demostrada y que traten de alejarse de esa excesiva dependencia de las entidades bancarias.

Gráfica 4.10 Número de emisiones realizadas por año (a) y compañías que se han financiado a través del MARF (acumulado) (b).



Fuente: BME

Gráfico 4.11 Volumen de emisiones y admisiones en el MARF (a) y saldo vivo (b). Millones de euros.



Fuente: BME

¹Si se observa desde una perspectiva general, en España se ha pasado de un volumen medio de emisiones para el periodo 2000-2008 de 10.680 millones a una cifra de 27.429 millones para el comprendido entre los años 2009 y 2015 (Fuentes y Serena, 2016)

CAPÍTULO V

Evolución y ruptura del modelo tradicional de financiación.

Pero quedarnos únicamente con los dos modelos anteriormente descritos como bases del sistema de financiación de un país sería simplificar mucho el tema, ya que hoy en día el papel de las nuevas tecnologías unido a un momento temporal de post crisis en el que se ha puesto de relieve la necesidad de buscar fórmulas alternativas a todos los aspectos relativos a la gestión empresarial, especialmente en el apartado financiero, han motivado una serie de métodos de financiación que, aunque ya no son desconocidos para la mayoría de nosotros, es muy importante que se mencionen y desarrollen.

El interés de lo que viene a continuación radica en que quizás en un futuro más cercano que lejano, quién sabe, las formas y el sistema financiero de un país pueden ser totalmente diferentes de las que se dan hoy en día, o al menos de manera parcial. Para encontrar evidencias sobre esto se desarrollarán por un lado ciertos métodos de financiación que pueden considerarse como tradicionales y se analizará su evolución en los últimos años. De manera diferenciada, se expondrán otra serie de métodos esta vez menos tradicionales, que igualmente son capaces de ofrecer soluciones financieras a miles de sociedades y que con el paso de los años cada vez se están volviendo más importantes.

Por considerarlas más trascendentes, además de por diversas limitaciones, serán únicamente analizadas y comparadas a nivel europeo las 7 vías que vienen a continuación. Con ellas nos será más que suficiente para dar una visión general de las tendencias de los últimos años y su impacto sobre los países europeos más importantes.

5.1 Fuentes tradicionales de financiación.

En primer lugar se han de comenzar desarrollando las que catalogaremos como fuentes de financiación tradicionales, que son; autofinanciación, crédito comercial, leasing y renting (estas últimos en conjunto). Sobre ellas se recopilarán los principales datos que las estadísticas a nivel español y europeo ofrecen para así ver cuál es el grado de utilización que las empresas hacen de las mismas. Hay que aclarar, en todo caso, que tanto la autofinanciación como el crédito comercial son partes elementales de la estructura financiera de cualquier empresa. Se incluye un pequeño análisis de las mismas ya que tras el descenso de la importancia relativa tanto de recursos propios como de crédito comercial sobre el balance de las empresas durante los años previos a la crisis y durante su transcurso, en la actualidad una de las prioridades que se establece desde el ámbito de la estructura financiera de las empresas es la de la necesidad de recuperar al menos los niveles relativos que existían con anterioridad a la explosión de la misma en el año 2008.

5.1.1 Autofinanciación:

La autofinanciación se ha de reconocer como el mecanismo tradicional de financiación por excelencia de una empresa. Hay evidencias de que la mayoría de empresarios y emprendedores recurren en primer lugar a la utilización de los ahorros propios, o a los fondos ahorrados por familiares y amigos, para montar sus negocios o mantener los ya existentes y mejorarlos. Véase la teoría de la jerarquización de Myers y Majluf (1984) para entender la preferencia de las sociedades a utilizar beneficios no distribuidos y aportaciones de socios antes que optar por la financiación externa.

Sin embargo, lo cierto es que dadas las condiciones que existieron en el periodo anterior a la crisis, el recurso a los fondos ajenos se convirtió en la primera opción de financiación para las todas las empresas, más si cabe de manera mayoritaria en Europa a través de operaciones con entidades bancarias, y especialmente en el caso las PYMES (Mariano Tello, 2015). Además, se hace evidente que con la entrada de la crisis y la caída de los beneficios empresariales, las empresas gozaron de pocas oportunidades para reinvertir las ganancias y así mantener su nivel de actividad debido a la escasez de las mismas, teniendo que contraer todavía más deudas y formalizando operaciones que restructuraran la que ya tenían.

De este modo, una de las consecuencias más directas e importantes vividas por las sociedades no financieras durante ese periodo pre-crisis y de crisis fue el intenso crecimiento en el nivel de endeudamiento que estas experimentaron, habiendo diferencias significativas entre países de la Unión Europea. Resultado de ello, como indican Maudos y Fernández de Guevara (2014), tras los años de crisis la mayoría de las empresas se han visto obligadas a modificar su estructura financiera (recursos propios-recursos ajenos) y sus fuentes de financiación (autofinanciación-financiación externa), ya que la situación se volvió ciertamente insostenible.

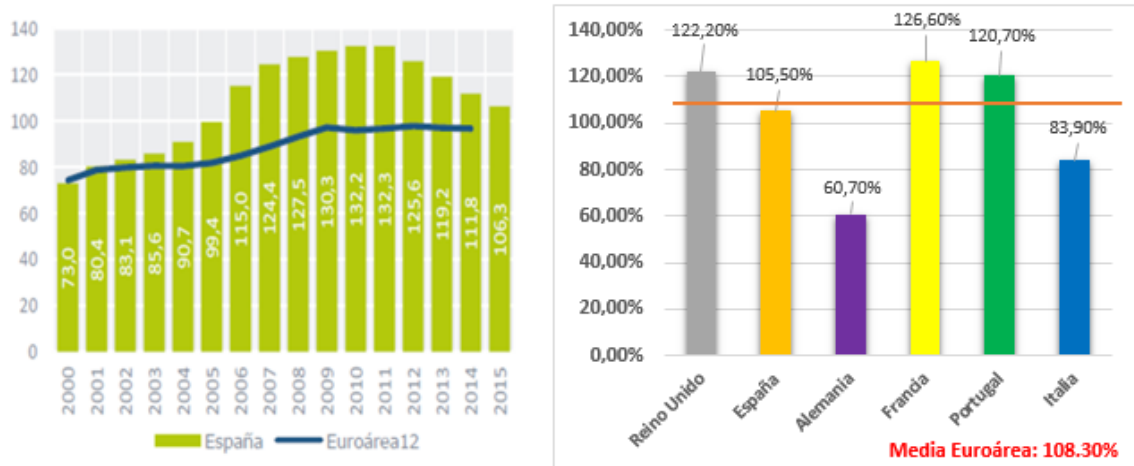
Para evidenciar esta situación de fuerte crecimiento del nivel de endeudamiento durante la crisis y el posterior (y forzado) proceso de desapalancamiento que las sociedades están teniendo que afrontar para redimensionar su estructura de pasivos, en primer lugar debemos observar la evolución de los niveles de deuda de las sociedades no financieras de Europa con respecto al PIB.

Como se aprecia en la gráfica 5.1, tomada de un informe realizado por la fundación BBVA junto con el IVIE (2016), el crecimiento de la ratio deuda/PIB en España durante los años de crisis fue destacado, pasando de unos niveles similares respecto al Euroárea¹² a principios de siglo, a estar a 36 puntos porcentuales por encima en el año 2010, situándose en una cifra del 132,2%. Este incremento en gran parte se explica por la evolución del volumen de préstamos bancarios concedidos durante los años previos a la crisis.

Tras ese máximo del año 2010 se iniciaría un proceso de desapalancamiento en España bajo un contexto de endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación impuesto por el sector bancario, que además sería acompañado por un fortalecimiento del nivel de recursos propios de las compañías (PYMES y grandes), que tras un mínimo conjunto del 41,4% en el año 2008, se ha recuperado hasta suponer el 53,8% en suma para PYMES y grandes empresas en el año 2015. Esto desembocó en una caída de 26 puntos porcentuales del nivel de endeudamiento respecto al PIB de las sociedades españolas, para así establecerse en el año 2015 en una cifra del 105,50% según el Banco Central Europeo, que si la comparamos con la media que nos dan para el Euroárea, 108,30%, ya se encuentra por debajo. Añadir que recientes informes del Banco de España sitúan estos porcentajes de endeudamiento para el año 2016 en un 104% para la Euroárea y un 102% para España.

Decir por último respecto a esta situación, que desde diversos análisis, como por ejemplo el informe mensual de Enero 2016 desarrollado por CaixaBank, se apunta que el proceso de desapalancamiento de las sociedades no financieras ha llegado a su fin, aunque lo cierto es que los antecedentes advierten de la peligrosidad de que se mantengan niveles de deudas tan elevados. En este sentido hay que apuntar que la situación de endeudamiento de las sociedades en Alemania o Italia, con unas ratios del 60,7% y 83,90%, respectivamente, es más relajada que en España.

Gráfica 5.1 Deuda sociedades no financieras sobre PIB (2000-2015) y ranking por países (2015). Porcentaje



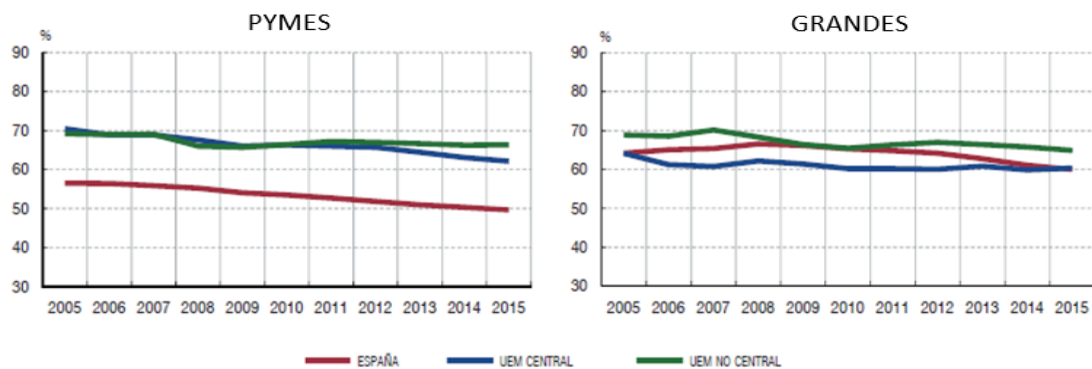
Fuente: BBVA e IVIE y BCE.

Nota: Euroárea12; Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Portugal, España y Grecia

Nota 2: El porcentaje español para el año 2015 en ambas gráficas no coincide ya que en la primera se aportaban datos provisionales, y en la segunda ya se incorporan los datos definitivos ofrecidos por el Banco Central Europeo.

Podemos hacer también una medición del pasivo sobre el total del activo con los datos facilitados por el Banco de España (gráfica 5.2). Además de esa evolución a la baja derivada del proceso de desapalancamiento, se ve perfectamente también como el peso que mantiene el pasivo de las sociedades no financieras en España es inferior en el caso de las PYMES al del promedio de las sociedades de los países de la UEM, mientras que para las grandes empresas es similar. Esto nos habla acerca de que, aunque la deuda de las sociedades no financieras sobre el PIB en España haya sido estos años atrás mayor que en buena parte de los países de Europa, el nivel de recursos propios de las sociedades de nuestro país sobre el total del activo, especialmente en el caso de las PYMES, es mayor que el de la media de la UEM. Además, en la gráfica 5.3 también se puede ver cómo particularmente en España, mientras que el nivel de recursos ajenos con coste de las PYMES sobre su activo neto ha pasado de suponer un 35% en 2006 a estar en torno al 30% en 2015, la situación para las grandes empresas no ha sufrido grandes fluctuaciones, manteniéndose estable en una cifra porcentual que supera el 40%.

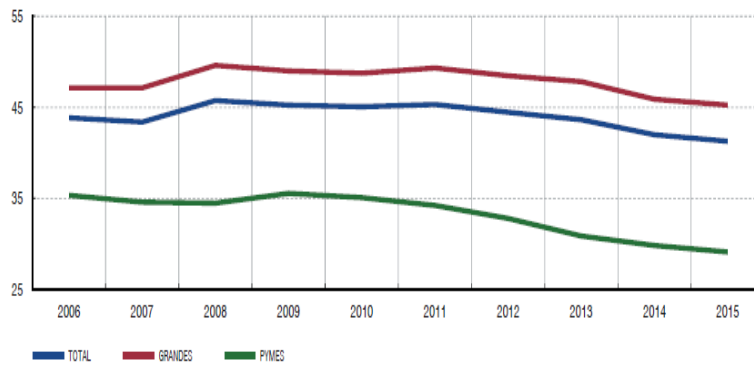
Gráfica 5.2 Pasivo sobre total del balance (2005-2015).



Fuente: Amadeus y Banco de España.

Nota: UEM central; Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Holanda y Finlandia. UEM no central; Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

Gráfica 5.3 Recursos ajenos con coste sobre activo neto, España (2006-2015).

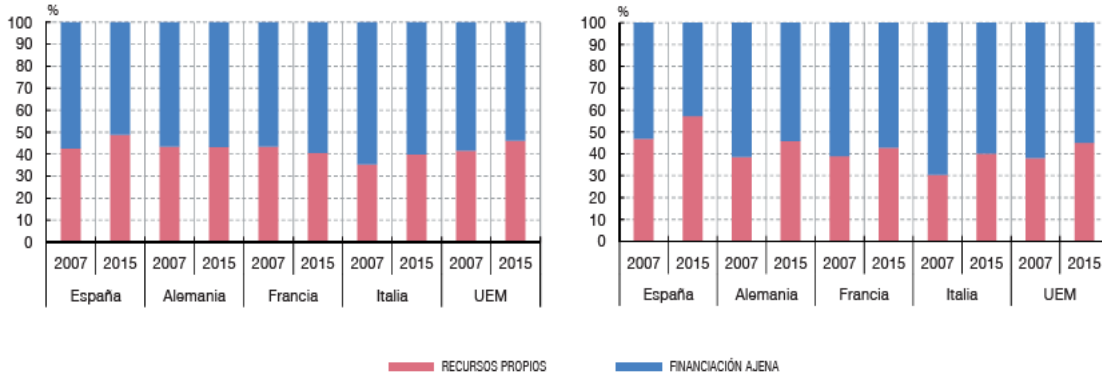


Fuente: Registros mercantiles y Banco de España.

Gráfica 5.4 Estructura de pasivos sociedades no financieras, Europa (2007 y 2015).

1 GRANDES (a)

2 PYMES (a)



Fuente: BACH, Amadeus y Banco de España.

En resumen, tras un proceso de desapalancamiento eficaz y una mejora de la rentabilidad empresarial que han hecho que España haya sido el país que más ha logrado reducir la deuda de sus empresas respecto al PIB en el periodo 2010-2015, el reto ha de continuar en los siguientes años. El objetivo es que los niveles de recursos propios en las sociedades españolas sigan siendo consistentes para que el recurso a la autofinanciación sea tomado de manera prioritaria al de la financiación ajena, siendo esta situación es más importante para las PYMES, debido a las mayores dificultades que estas tienen para acceder a ciertos tipos de financiación externa en comparación con las grandes empresas.

5.1.2 Crédito comercial:

Otra fuente de financiación también tradicional, pero esta vez externa, la constituye el crédito comercial. Este surge de la concesión por parte del proveedor a su cliente de un diferimiento en el pago de una operación comercial. En este sentido, al considerar que las PYMES son especialmente vulnerables a la hora de conseguir financiación externa, y dado que esta en su mayor porcentaje proviene de la financiación bancaria, la posibilidad de aplazar los pagos a los proveedores y con ello ganar tiempo para hacer efectivas las ventas es de vital importancia para las cuentas de una empresa.

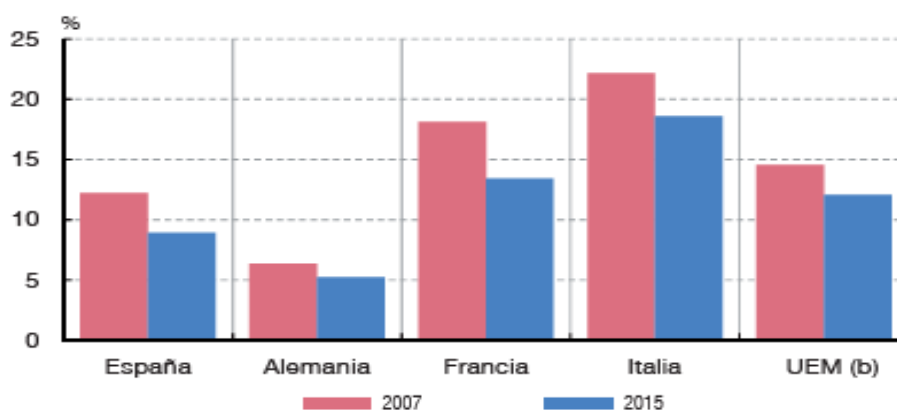
Como apunta Schwartz, R. (1974) el recurso a este tipo de financiación está muy conectado con la situación coyuntural que se esté viviendo, por lo que consecuentemente el factor macroeconómico es clave a la hora de tener en cuenta cómo oscilarán los niveles de créditos comerciales concedidos. En este sentido, hay diferentes estudios que por un lado observan el carácter contracíclico del crédito comercial respecto a la situación económica de una determinada zona, y otros que consideran en cambio el carácter procíclico de la relación entre ambas variables.

Un carácter contracíclico supone el decremento de los créditos comerciales en etapas de bonanza debido a las mayores posibilidades de acceso a otro tipo de financiación y el aumento de los mismos en periodos de crisis debido a la escasez de alternativas y a los mayores problemas en la capacidad de pago (Hernández de Coz y Hernando, 1998). En caso contrario, si se considera que la relación tiene un carácter procíclico lo que sucedería es que en épocas de expansión las empresas recurrirían más a la financiación vía crédito comercial dada la necesidad de recursos para financiar el crecimiento (García-Teruel y Martínez-Solano, 2010b), y en etapas de recesión se recurriría menos al mismo debido al riesgo de impago y al endurecimiento de las condiciones para conceder el aplazamiento (McGuinness y Hogan, 2014).

Respecto a la situación sucedida en España durante los años de crisis nos vamos a basar en un estudio de Francisco-Javier Canto-Cuevas, María-José Palacín-Sánchez y Filippo di Pietro, realizado en 2015, que toma una muestra de empresas españolas durante el periodo 2004-2011 para llegar a la conclusión de que tanto el crédito concedido a clientes como el recibido aumenta en épocas de expansión y disminuyen durante la crisis, es decir, el carácter procíclico de la relación.

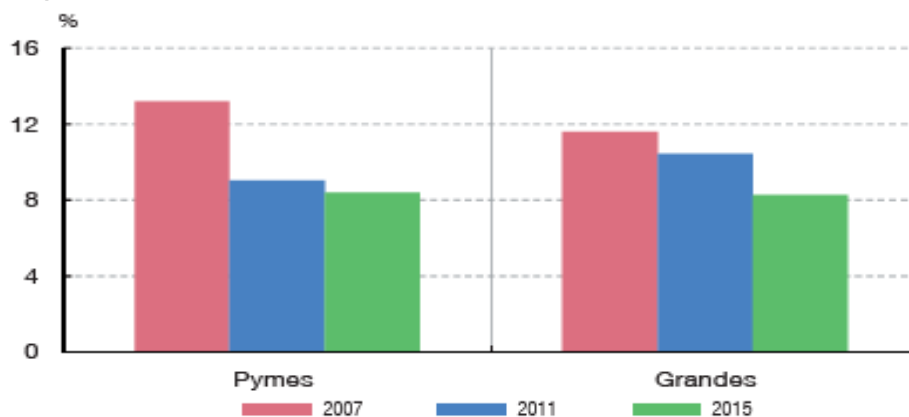
Lógicamente, durante el periodo de crisis en Europa el descenso del crédito comercial estuvo en línea con la contracción de la actividad comercial de las sociedades, aunque según indica el Banco de España, el crédito comercial descendió de manera más marcada que la caída de ventas de las empresas. Además, se añade que en el caso español esa caída fue también más intensa que la de la financiación bancaria. Se puede ver en la gráfica 5.5, en todo caso, cómo los niveles relativos de crédito comercial en España vienen en descenso desde el año 2007, suponiendo en la actualidad alrededor de un 8% de la estructura de las empresas.

Aun así, hay que recalcar que el crédito comercial es la segunda fuente de financiación ajena más importante, suponiendo para el conjunto de empresas incorporadas en la base de datos BACH alrededor del 12% del activo total. Según esta, España se posiciona unos 4 puntos por debajo de la media europea. Para Alemania presenta aún menos importancia, alrededor de un 5%, mientras que para Italia y Francia ese porcentaje se encuentra por encima de la media, en torno a un 18% y 13%, respectivamente.

Gráfica 5.5 Crédito comercial pasivo sobre activo total, Europa (2007 y 2015).

Fuente: BACH

Por otra parte, si hacemos un análisis de la importancia del crédito comercial en función del tamaño, centrandó esta cuestión en España, aunque podría generalizarse, se observa cómo los niveles tanto de PYMES como de grandes empresas son semejantes, aunque normalmente se ha considerado que son las de mayor tamaño las que más posibilidades de acceso al mismo tienen. Aun así, de la gráfica 5.6 se puede destacar que las empresas de menor tamaño son las que más han acusado los efectos negativos derivados de la crisis sobre el crédito comercial obtenido.

Gráfica 5.6 Crédito comercial pasivo sobre activo total por tamaño, España (2007, 2011 y 2015).

Fuente: BACH

Concluir simplemente diciendo que dada la situación actual de mejora económica, basándonos en la idea del carácter procíclico del crédito comercial, se ha de esperar que los niveles que ofrece el mismo tiendan a estabilizarse tras la caída sufrida a raíz de la crisis, volviendo así a ganar peso dentro de la estructura financiera de las empresas.

5.1.3 Leasing y renting:

Como tercer fuente de financiación tradicional hemos de considerar a las operaciones de leasing y renting, con especial atención a la primera de ellas, dado que es la de mayor uso y la que particularmente se dirige hacia empresas y autónomos.

El funcionamiento del leasing como método de financiación tradicional es sencillo. Las empresas solicitantes, en una posición de arrendatarios, acuden a una empresa especializada o a una entidad bancaria (arrendador) para firmar con ellas un contrato de arriendo de elementos mobiliarios e inmobiliarios con derecho a compra al final del mismo.

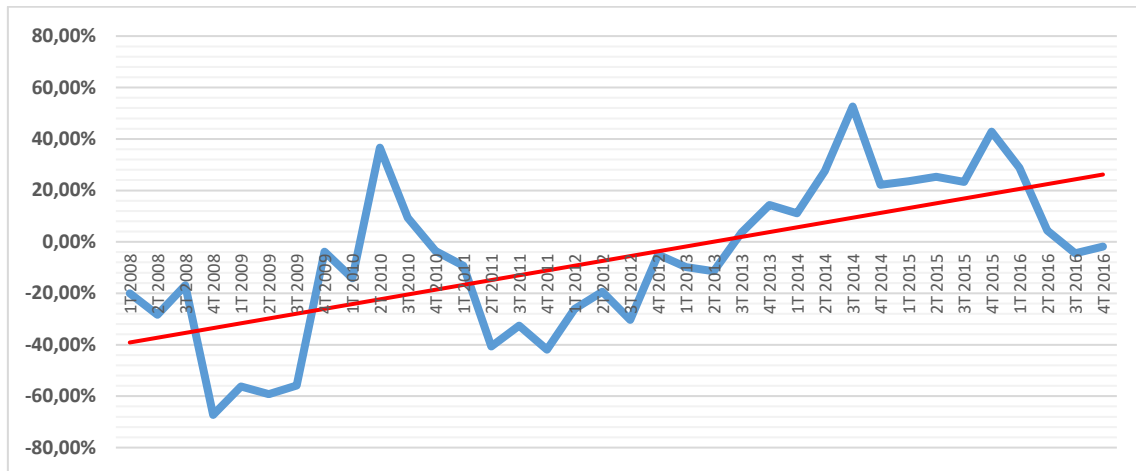
La característica principal de este tipo de operaciones es que los elementos que se arriendan son comprados y están en propiedad de la empresa de leasing, de modo que la inversión la hace directamente esta. De ahí viene la utilidad para las empresas que solicitan este tipo de operaciones. Sin necesidad de realizar desembolso inicial y sin la necesidad de que se aporten grandes garantías, a través del reembolso periódico de las cuotas de leasing que asumen, tienen acceso a maquinarias y demás elementos indispensables para el desarrollo de su actividad. Otra de sus grandes ventajas, bien conocida ya, es el beneficio fiscal que se genera tanto por la posible deducción de las cargas financieras como de la parte que corresponde a la recuperación del coste del bien o amortización (esta última con un límite).

La distinción entre leasing y renting, sin entrar en gran profundidad, se puede basar en que el renting es una operación a la que se puede recurrir de manera particular, mientras que el leasing va dirigido a empresas y autónomos; y segundo, en que mientras el leasing está más encaminado a la financiación de una inversión que se pretende adquirir llegada la finalización del contrato, el renting es una operación más de funcionalidad en la que no figura opción de compra al final del mismo.

En todo caso, las operaciones de leasing y renting se deben posicionar en este periodo de recuperación como elemento clave para el desarrollo y financiación de la inversión productiva de las empresas, de modo que gracias a estos se pueda reducir excesivo papel que tienen hoy por hoy los préstamos bancarios en muchos de los países europeos. Pero esto que se comenta no quedaría del todo claro, ya que numerosos autores han estudiado la relación de sustitución entre préstamos y leasing que desde la teoría financiera clásica se aportaba. De ahí a que trabajos como los de Ang y Peterson (1984), Lewis and Schallheim (1992) o Huang y Yildirim (2006) determinen que la relación existente entre ambos es de complementariedad y no de sustitución, por lo que la contribución hacia la reducción del papel de los préstamos gracias a la mayor importancia de las operaciones de leasing está más que puesta en duda. Aun así, desde este trabajo se refuerza la idea de la necesidad de más recurrencia a operaciones de leasing y renting, y con ello al acercamiento de los niveles de inversión relativa de leasing en España a la media europea.

La aportación de datos se va a basar en primer lugar en el informe facilitado por la Asociación Española de Leasing y Renting (AELR), con series temporales que llegan hasta finales de 2016. Se puede apreciar en la gráfica 5.7 cómo la evolución de las operaciones de leasing en España ha sido bastante negativa durante los años de crisis, con caídas interanuales de hasta el 67%. A raíz del tercer trimestre de 2013 es cuando se empieza a denotar una recuperación en este tipo de operaciones, que se ha mantenido hasta el segundo trimestre de 2016, donde el volumen de nueva inversión parece que se vuelve a estabilizar, aunque en niveles más bajos que los que se dieron con anterioridad a la crisis. Así, según la AELR, para el año 2016 la inversión nueva a través de leasing en España ha sido de algo más de 6.820 millones de euros, cerca de un 5% superior a la de 2015, pero aún lejos de los más de 21.500 millones de inversión nueva que se dieron en el año 2007.

Gráfica 5.7 Inversión nueva leasing en España (2008-2016). Variación interanual.

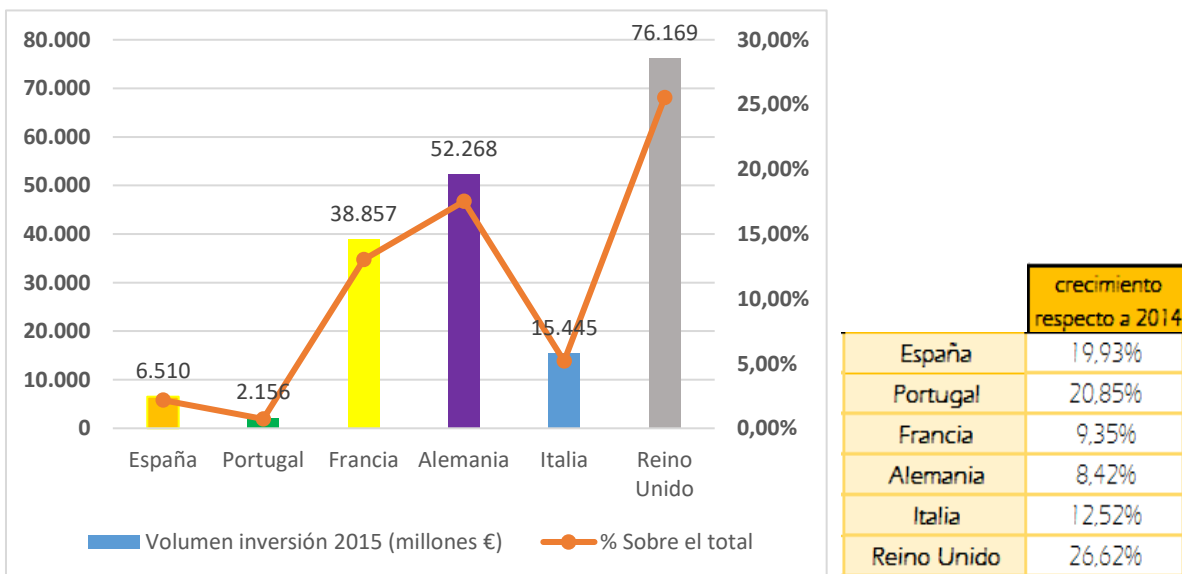


Fuente: Datos AELR.

Basándonos esta vez en los datos del informe anual 2015 realizado por Leaseurope, que cuenta con una base de datos donde se representan a más de 1.400 compañías que abarcan el 93% del mercado europeo, se podrá observar el volumen de inversión nueva para el año 2015 y el crecimiento con respecto al año anterior de las operaciones de leasing en los distintos países de Europa que se vienen analizando.

A través de la gráfica 5.8 se hace evidente la menor utilización de operaciones de leasing en España en relación al uso en Francia, Alemania, Reino Unido o Italia. Son volúmenes que no se encuentran relativizados, pero teniendo en cuenta que la economía española es de entorno a la mitad que la francesa, algo menor a la mitad que la de Reino Unido y no llegando a ser un tercio menor que la de Alemania, sorprende que los niveles sean tan bajos, lo que alimenta la idea de la necesidad de una mayor utilización del leasing en España para así situarnos comparativamente en niveles cercanos a la de los países más importantes de Europa.

Gráfica 5.8. Inversión nueva leasing en Europa, año 2015.

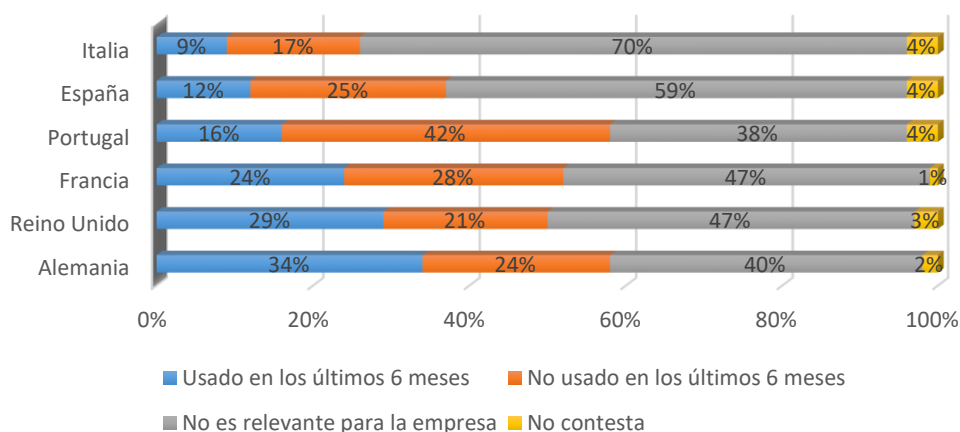


Fuente: Datos Leaseurope.

Esta circunstancia se puede contrastar gracias a la información que facilita el Banco Central Europeo a través del “Survey on the access to finance of enterprises”. Esta encuesta realizada por el BCE es la que mejor representa a nivel europeo las características del acceso a la financiación de pequeñas y medianas empresas. Respecto al leasing se ha elaborado la gráfica 5.9, donde se detallan las respuestas que dieron las PYMES colaboradoras de la encuesta sobre el uso de operaciones de leasing en los últimos 6 meses. Del mismo, se observa cómo el porcentaje de respuestas positivas de las PYMES españolas respecto al uso del leasing es de la mitad o menos que para las empresas situadas en Francia, Reino Unido y Alemania, y concretamente 10 puntos porcentuales inferior al de la media de la UE. Además, el leasing resulta irrelevante para el casi el 60% de las empresas encuestadas en España, dejándose constancia así de que si para Francia, Reino Unido o Alemania este tipo de método ofrece una vía alternativa más que frecuentada por los negocios que buscan financiación para la compra de diferentes elementos, en España aún quedamos lejos de conseguir unos niveles que a priori, dado el interés que se muestra desde el trabajo en diversificar las fuentes de financiación, podrían considerarse más óptimos.

Por último, hemos mencionado que estas operaciones pueden ser ofrecidas por entidades bancarias, de modo que, aunque no tengamos datos concluyentes, todas las evidencias apuntan que son estas las que ocupan la mayoría de la inversión. Esto hace que desde el punto de vista de la diversificación de las fuentes de financiación se pierda la relevancia.

Gráfica 5.9 Uso de operaciones de leasing últimos 6 meses en Europa.



Fuente: Datos SAFE 2016, Banco central Europeo.

5.2 Métodos de financiación alternativos.

Vamos a situar por separado a otra serie de métodos, que si bien en su función más básica tienen el mismo objetivo que los anteriormente citados y definidos, merecen ser desarrollados en otro apartado dado el carácter menos tradicional que tienen y su menor generalización. No por ello podemos catalogarlos de menos importantes, ya que por diversos factores como pueden ser la visibilidad creciente de los mismos, la búsqueda de una financiación empresarial diversificada, rica y resistente tras las restricciones de crédito sufridas por las empresas o la evolución tecnológica y los esquemas de comunicación social que esta ha abierto, se han situado como fuentes más que necesarias para corregir determinadas condiciones. En definitiva, se puede llegar a pensar que los instrumentos e intermediarios que han sido protagonistas en el pasado podrían dejar de serlo en el futuro en favor de instrumentos financieros más innovadores impulsados por nuevos mecanismos de intermediación.

5.2.1 Sociedades de garantía recíproca:

En primer lugar se ha de mencionar el papel que desarrollan las sociedades de garantía recíproca (SGR), aunque en sí mismas no sean una fuente de financiación convencional. Estas son entidades financieras cuyo objeto social es el otorgamiento de garantías personales por aval, o cualquier otro medio admitido distinto del seguro de caución, a favor de pequeñas y medianas empresas, definición que puede considerarse de cualquiera de los muchos trabajos realizados por Carmen Pérez López. Se establecen como una figura de intermediación financiera entre las empresas y las entidades de crédito para conseguir que las primeras accedan a operaciones de financiación con mayor facilidad y en mejores condiciones de plazo y tipo de interés que si lo hicieran por sí mismas. Ante situaciones de mercado que impiden el acceso a la financiación en condiciones suficientemente eficaces para miles de pequeñas y medianas empresas, la figura de las sociedades de garantía recíproca, y su labor de asesoramiento y aval, puede emerger como necesaria e imprescindible (Fuente-Cabrero, 2007). Además, al igual que una SGR puede prestar un aval en un préstamo bancario, también podría avalar una emisión de pagarés o bonos de una PYME.

La cuestión fundamental que ahonda en todo esto es que en España aún hay un desconocimiento profundo sobre el funcionamiento de las mismas y cierta reticencia a la hora de conectar y trabajar junto a ellas, conclusión que se puede ver reflejada gracias a una encuesta realizada por la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR), en la que a fecha Marzo de 2017 el 78,5% del total de los encuestados admiten no haber recurrido nunca a una SGR y no conocer sus servicios, cifra que aunque disminuya con respecto a la del año 2015 sigue siendo muy elevada. Solo el 3,6% del total de los encuestados en dicho estudio afirman haber recurrido a las mismas alguna vez, haciéndolo de manera habitual sólo el 0,4%.

En España son 18 sociedades las que operan en ámbito autonómico y 1 en ámbito nacional. Según los últimos informes que manejamos de CESGAR, que coordina, defiende y representa a todas ellas, el volumen de operaciones financiadas por las SGR el año 2015 estuvo cerca de alcanzar la cifra de 975 millones de euros, un 8% más que en 2014. Son 118.879 PYMES las asociadas a estas operaciones, siendo las empresas de menos de 50 trabajadores las que más porcentaje representan del total del riesgo vivo, concretamente un 84%, de ahí la importancia que pueden tener como apoyo para gran parte del tejido empresarial español. Eso sí, el riesgo que se mantiene vivo viene en descenso desde 2011, cayendo un 34,30% desde ese primer año para el que tenemos datos y un 6,36% respecto a la cifra anterior de 2014.

Cuadro 5.1 Volumen de operaciones nuevas y riesgo vivo SGR España (2011-2015).

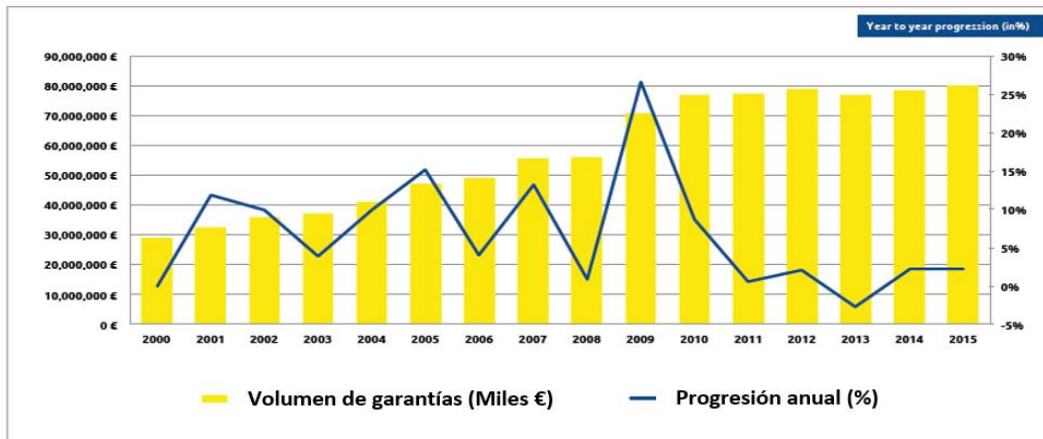
	Importe de avales formalizados. Millones €	Variación	Evolución del riesgo vivo. Millones €	Variación
2011	1.282,85	-	6.200,25	-
2012	966,53	-24,66%	5.527,65	-10,85%
2013	837,15	-13,39%	4.704,05	-14,90%
2014	901,72	7,71%	4.350,38	-7,52%
2015	974,40	8,06%	4.073,57	-6,36%

Fuente: Datos CESGAR, Informe anual 2015.

A nivel europeo nos vamos a servir del “Activity report 2015” elaborado por la Asociación Europea de Instituciones de Garantía (AECM), de la que en 2015 formaban parte CESGAR y otros 41 miembros de toda Europa.

Se observa en la gráfica 5.10 que el total de riesgo vivo para los 42 miembros en toda la serie desde el año 2000, a excepción de 2013, se ha ido incrementando hasta situarse en una cifra de 80.457 millones de euros, concretamente un 2,3% de incremento con respecto a la cifra de 2014. Estas cifras son referentes a 2.973.161 operaciones relacionadas con 2.759.567 PYMES europeas.

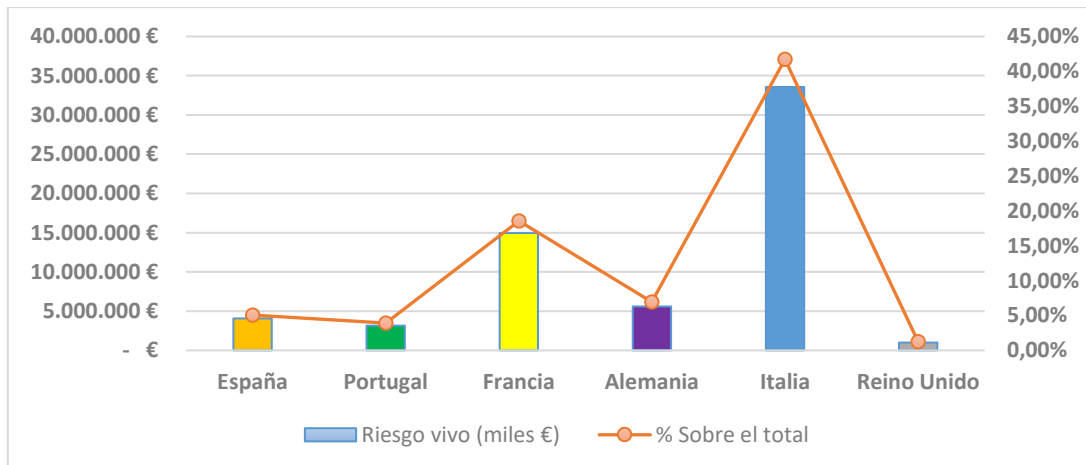
Gráfica 5.10 Evolución total riesgo vivo SGR Europa (2000-2015).



Fuente: Activity Report 2015, AECM.

Para los países que venimos analizando, del volumen total de algo más de 80 mil millones, las cantidades totales de deuda viva y el porcentaje con respecto al total de todos los miembros que corresponde a cada uno de ellos se pueden observar en la gráfica 5.11. Aunque estos sean volúmenes totales y no relativizados, hay que destacar la mayor importancia de este tipo de operaciones en Italia, con un saldo vivo de más de 33.500 millones de euros, lo que supone un 41,72% sobre el total que la AECM indica, seguida de Francia con un 18,58% y Alemania con un 6,96%. La deuda viva de España supone un 5,06%, mientras que la última posición de los analizados corresponde al Reino Unido, con un volumen total que no llega a los mil millones.

Gráfica 5.11. Volumen riesgo vivo SGR por países, año 2015.



Fuente: Datos Activity Report 2015, AECM.

5.2.2 Capital riesgo:

Como fuente de financiación empresarial alternativa también se encuentra el capital riesgo (CR). Este es un instrumento de financiación no bancaria y su funcionamiento básico consiste en la aportación de capital (fondos propios) a través de entidades constituidas con ese propósito hacia empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y que no coticen en primeros mercados de valores. Esta última característica es la que lo hace sumamente importante, ya que al dirigirse a empresas que no coticen en primeros mercados de valores se da cobertura a toda esa gran inmensidad de PYMES que tanto acusaron las restricciones en el crédito concedido.

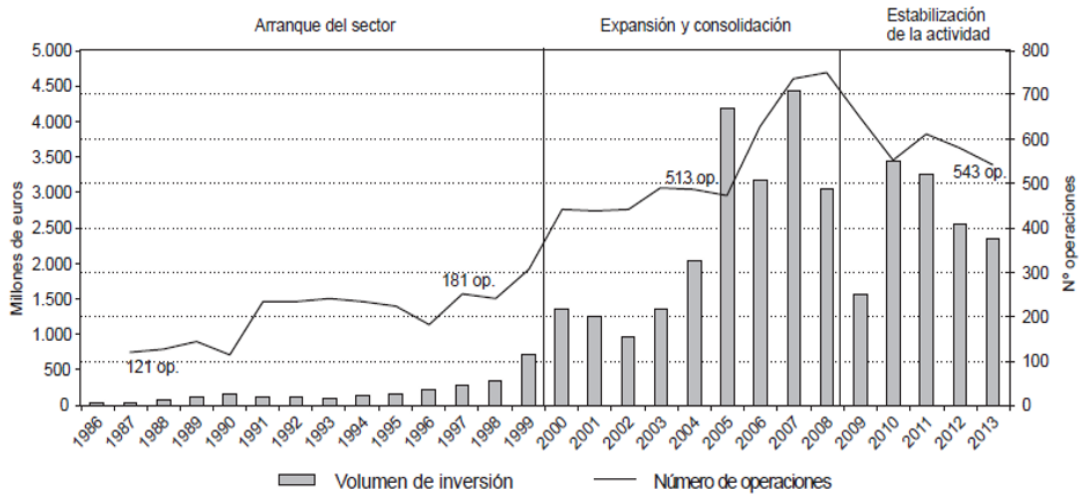
Con sus aportaciones, las sociedades de capital riesgo toman una participación temporal (mayoritaria o minoritaria) en el capital de las empresas con la intención de contribuir al desarrollo y la expansión de las mismas. Las aportaciones normalmente se realizan a través de la suscripción de acciones, aunque también se pueden utilizar otros instrumentos, y tienen un carácter temporal. Además de esa inyección de recursos, las sociedades de capital riesgo también aportan ayuda en la gestión y capacidad de creación de valor. Se caracterizan por exigir pocas garantías, asumir un alto riesgo y esperar obtener una alta rentabilidad.

Aunque con el término capital riesgo normalmente se agrupan a todas las operaciones de este tipo, lo normal es distinguir entre los conocidos como venture capital, private equity, buyout y growth. Básicamente, el venture capital hace referencia a las operaciones que se realizan para aportar fondos a sociedades que se encuentran en su fase inicial, mientras que el private equity alude a operaciones con respecto a empresas ya consolidadas. En cuanto a los dos restantes, decir que el buyout se dirige directamente a la adquisición de compañías y el growth hace referencia a la participación minoritaria en empresas maduras que necesitan capital para acometer planes de reestructuración y/o expansión.

En relación al venture capital y private equity, se pueden destacar como características principales del primero el mayor riesgo que este implica, el aspecto más tecnológico de las empresas participadas y el carácter más minoritario que tienen las inversiones. Del private equity destacar que las inversiones tienen un carácter de participación mayoritaria en las empresas, que estas se dirigen hacia sectores tradicionales ya establecidos y, por último, que suelen ser operaciones que llevan asociado unos niveles menores de riesgo.

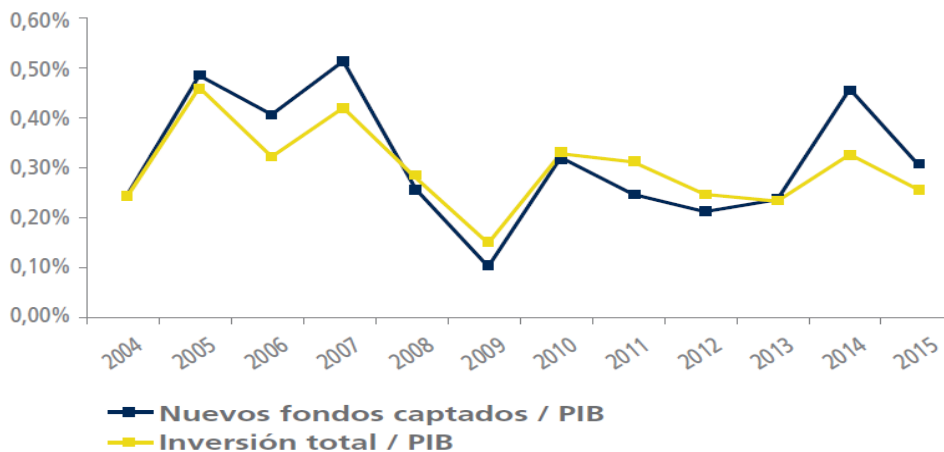
La evolución del capital riesgo en España se hará evidente tomando como referencia el trabajo de Carlos Lavilla Rubira (2014), basado a su vez en los informes que facilita la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). En resumidas cuentas, la gráfica 5.12 ofrece una visión general de las diferentes etapas vividas en España en referencia al volumen de inversión y número de operaciones de capital riesgo hasta el año 2013. Como el autor comenta, la inversión siempre ha superado la cifra de 1.000 millones a partir del año 2000, siendo el máximo alcanzado para todo el periodo analizado el del año 2007, justo antes de la crisis, con un volumen total 4.341 millones. Se ve cómo a partir de entonces, resultado de la crisis, el volumen de inversión se reduce significativamente, al ser este un sector muy vinculado al ciclo económico, aunque ciertamente el número total de operaciones se mantiene relativamente estable. Destacar que del total del periodo, estas inversiones se dirigen en un 85% de las ocasiones hacia PYMES, con una tendencia generalizada en la última etapa analizada de incremento de operaciones de venture capital. Respecto a los años 2014 y 2015 en el informe de ASCRI se puede observar que el volumen de inversión en España ha sido de 3.480 y 2.938,9 millones de euros, respectivamente. Hubo una caída del 15,5% con respecto al año anterior, que como se comenta en el informe más bien se achaca al menor número de grandes operaciones que a la no consolidación del sector. De este modo, se espera que la inversión se siga manteniendo sólida en los próximos ejercicios.

Gráfica 5.12 Evolución de la inversión CR en ESPAÑA, (1986-2013).



Fuente: Carlos Lavilla, 2014. Datos ASCRI/webcapitalrisgo.

Gráfica 5.13 Captación de fondos e inversión CR como % del PIB en España.



Fuente: Informe ASCRI 2016.

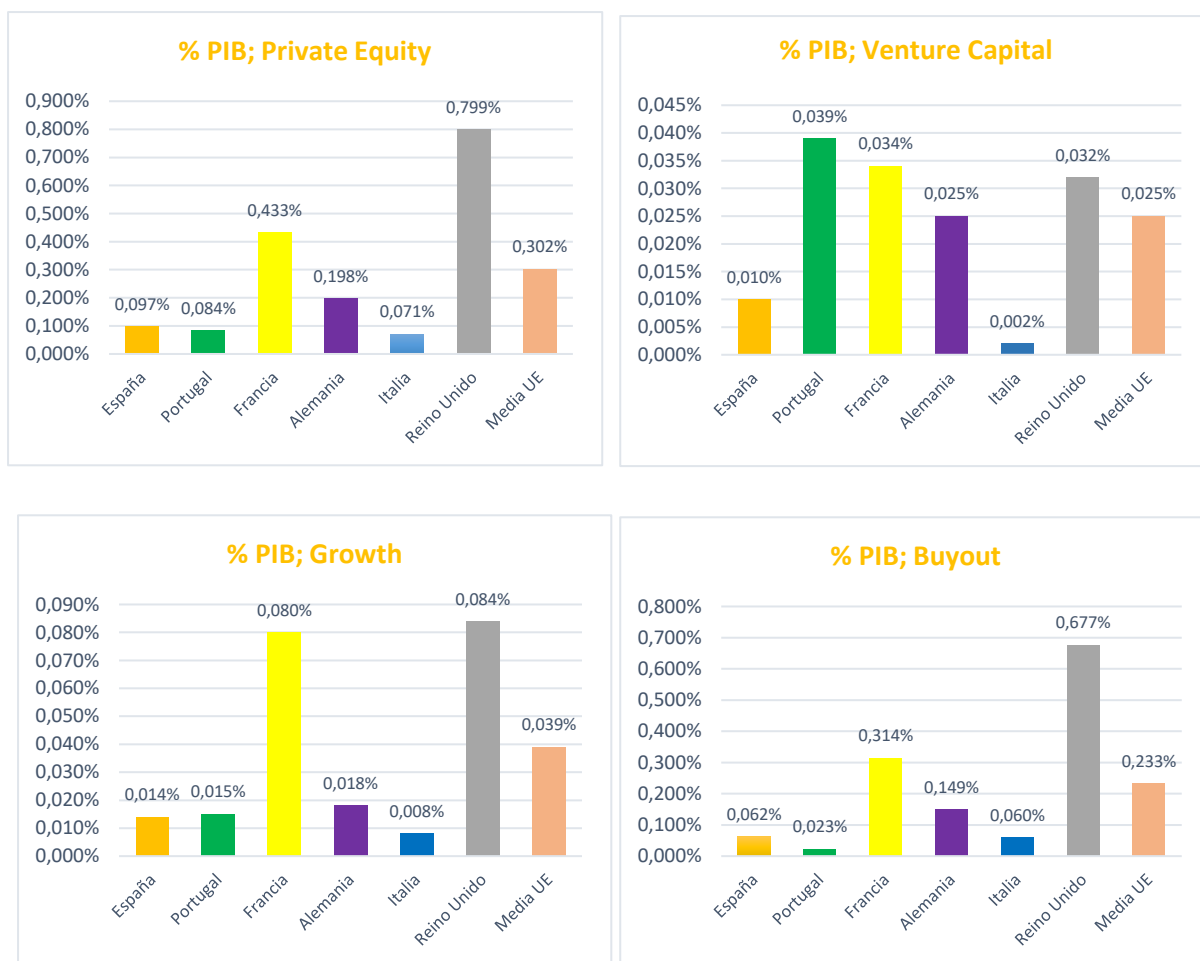
Haciendo una comparación con respecto al resto de Europa, si hablamos de la inversión capital riesgo como porcentaje del PIB, los niveles en España difícilmente llegan a la media que se dan para el conjunto de la UE. Para observar esta situación nos debemos remitir al informe realizado por Invest Europe relativo al año 2015 llamado “European Private Equity Activity”.

Como se observa, se han realizado 4 gráficas separando las inversiones catalogadas como private equity, venture capital, buyout y growth, donde se compara el porcentaje que suponen cada uno de estos tipos de operaciones de capital riesgo con respecto al PIB de cada país. El ratio está construido desde la óptica de la industria, es decir, según el volumen de inversión realizado por las entidades de capital riesgo de cada país, independientemente de la ubicación de la empresa en cartera. Se puede ver, en todo caso, como en España la inversión sobre el PIB en cada una de las modalidades está muy por debajo de la media de la UE, siendo los países en los que más importancia

tienen este tipo de operaciones Reino Unido, Francia y Alemania, sobre todo en el primero ellos.

En todo caso, habría que decir y confiar en que, en general, después de que el capital riesgo no haya sido un mecanismo demasiado extendido y con mucho uso en España, se espera del mismo una mayor consolidación e impulso que lo acerque a los niveles de inversión europea en cada una de las modalidades que este puede presentar.

Gráfica 5.14 Inversión sobre el PIB de operaciones CR en Europa, 2015.



Fuente: Datos Invest Europe.

5.2.3 Business angels:

Los conocidos como business angels (BA) son otra fuente de financiación alejada de lo tradicional. En concreto son personas físicas que pueden actuar individualmente o agrupados en redes. Estos actúan como inversores privados y aportan capital, conocimientos y red de contactos a proyectos o empresas que normalmente se encuentran en el inicio de su actividad profesional. Con sus aportaciones los business angels cubren principalmente las necesidades de liquidez tempranas de numerosas startups, ayudando a que proyectos empresariales de gran escalado crezcan lo suficiente como para poder asentar su actividad y llegar a recibir fondos de entidades más grandes. Hay que decir que todo el fenómeno startup se encuentra respaldado por

números business angels que con el paso de los años cada vez invierten en más proyectos y cantidades de dinero más importantes.

En primer lugar se va a detallar la inversión realizada por business angels (sin relativizar) haciendo la comparación entre los diferentes países objeto de estudio. Los datos han sido extraídos del Statistics Compendium del año 2015 elaborado por la European Business Angel Network (EBAN). En el cuadro 5.2 se puede ver por orden cuáles son los países con un montante mayor de inversión y su tasa de crecimiento con respecto al año anterior.

Cuadro 5.2 Financiación a través de business angels en Europa (2012-2015).

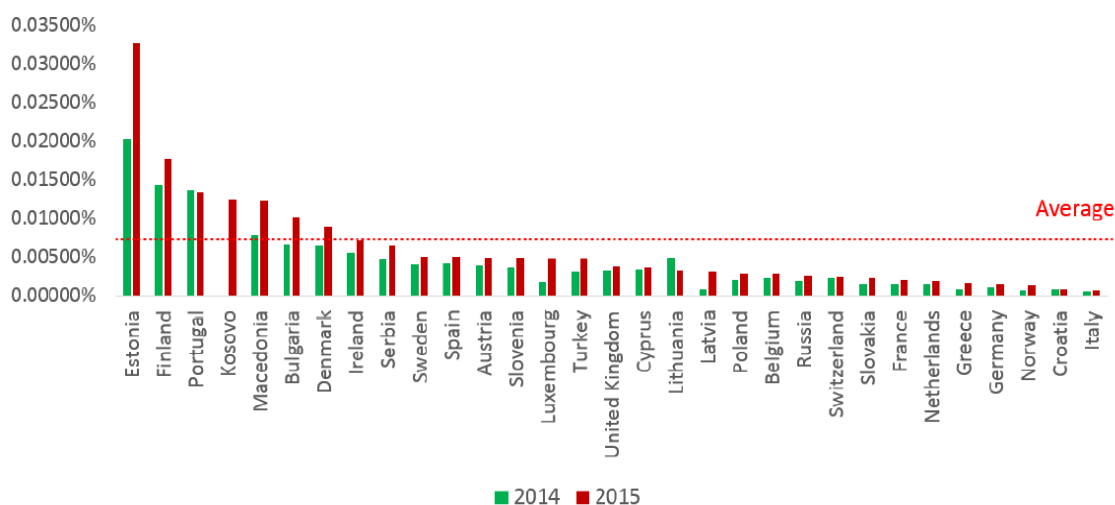
	Número Business angels	Número de operaciones	Inversión aproximada 2015 (M€)	Variación	Inversión media por operación	Inversión media por BA	Inversión aproximada 2014 (M€)	Variación	Inversión aproximada 2013 (M€)	Variación	Inversión aproximada 2012 (M€)
Reino Unido	4.378	567	96,00	10,34%	169.312,17	21.927,82	87,00	3,08%	84,40	23,57%	68,30
España	2.732	232	55,00	4,50%	237.068,97	20.131,77	52,63	-8,63%	57,60	-7,84%	62,50
Alemania	1.930	178	44,00	18,92%	247.191,01	22.797,93	37,00	5,41%	35,10	25,81%	27,90
Francia	4.621	292	42,00	10,53%	143.835,62	9.088,94	38,00	-7,54%	41,10	0,49%	40,90
Portugal	624	58	23,40	-15,98%	403.448,28	37.500,00	27,85	101,81%	13,80	18,97%	11,60
Italia	821	74	12,25	4,70%	165.540,54	14.920,83	11,70	18,18%	9,90	-10,00%	11,00

Fuente: Datos Statistics Compendium 2015, EBAN.

Destacan las inversiones totales en Reino Unido y España, que para el conjunto de años estudiados son las que ocupan las primeras posiciones, con 96 y 55 millones de euros invertidos en 2015, respectivamente, aunque se puede advertir cómo Alemania está reduciendo las diferencias con respecto a España a un ritmo bastante acelerado, situándose en tercera posición con una cifra de 44 millones de inversión. Destacar que de los países analizados España es el único en el que la variación entre los periodos 2012 y 2015 es negativa, concretamente cae un 12%, siendo por el contrario los crecimientos más destacados los de Portugal con más de un 100%, Alemania con cerca de un 58% y Reino Unido con una variación del 40,50%.

La situación de todos los países relativizando la inversión sobre el PIB se detalla en la gráfica 5.15. Para que sea más clara, en el informe facilitado por la EBAN se ha multiplicado la ratio Inversión/PIB x 10.000. Se puede apreciar cómo, aunque la inversión nueva por parte de los business angels en España esté cayendo y además la ratio propia de inversión sobre PIB se encuentre por debajo de la de la media para la UE, este tipo de operaciones en España son más importantes que para el Reino Unido, Alemania, Francia e Italia.

Al fin y al cabo, aunque los volúmenes de inversión de business angels no sean demasiado relevantes considerando el global de la economía de los países, en España se cuenta con una red bastante sólida de inversores de la que se ha de esperar en estos años de crecimiento económico una evolución positiva, para así poner freno a esa pérdida de terreno que se ha vivido entre los años 2012 y 2015.

Gráfica 5.15. Inversión BA / PIB x 10.000. Europa 2014 y 2015.

Fuente: Statistics Compendium 2015, EBAN.

5.2.4 Plataformas colaborativas:

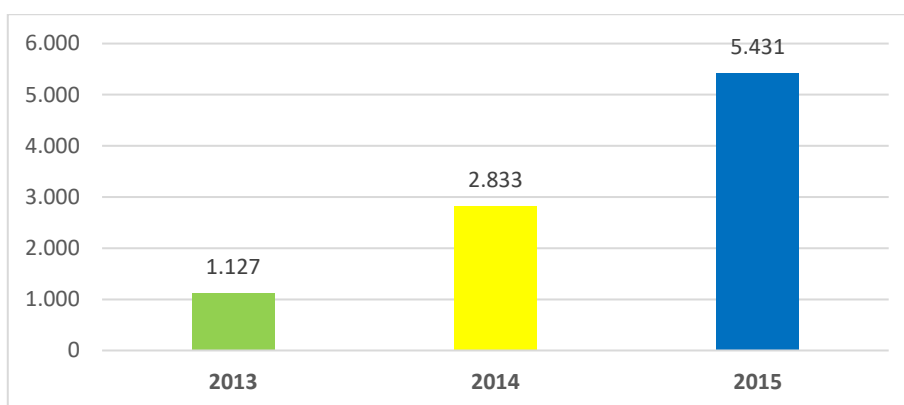
Otra de las alternativas a la financiación tradicional que está aterrizando con bastante fuerza, gracias entre otras cosas a la aportación de las nuevas tecnologías, son las operaciones de intercambio de recursos agrupadas generalmente con el término “colaborativo”, que normalmente se relacionan con el concepto crowdfunding.

En sí, el crowdfunding hace referencia a la financiación colectiva o microfinanciación. Aquí la tarea de aportación de recursos deriva de la cooperación entre diferentes personas que, utilizando plataformas mayormente vinculadas a canales online, mediante microaportaciones de dinero u otros recursos logran las cantidades necesarias y demandadas por proyectos empresariales que normalmente se encuentra en su fase de nacimiento. Aunque este sistema de donaciones pudiera parecer meramente anecdótico, gracias al mismo se está logrando que salgan adelante un gran número de ideas y proyectos que a priori no encajan en los parámetros tradicionales que las entidades financieras solicitan a las empresas de nueva creación y a los emprendedores para poder financiarlos.

La importancia del crowdfunding, que puede revestir diversas modalidades (basado en donaciones, recompensas, préstamos, royalties, etc.), está elevándose considerablemente también en los últimos años, de modo que es importante analizar su papel en Europa y sus aspiraciones. Para ello nos vamos a servir del estudio realizado por la universidad de Cambridge en 2015 sobre financiación alternativa en Europa llamado Sustaining Momentum, que recoge información sobre 367 empresas de crowdfunding pertenecientes a 32 países de Europa, lo que supone el 90% del total del mercado. El estudio nos acerca los volúmenes de inversión que se producen a través de canales online para diferente tipos de operaciones, que van desde el crowdfunding basado en donaciones hasta el equity crowdfunding (participación accionarial), pasando por préstamos peer to peer hacia particulares o empresas, crowdfunding inmobiliario, crowdfunding basado en recompensas o crowdlending para descuento de facturas.

Como dato general se establece que el importe total de inversión a través del conjunto de este tipo de operaciones alcanzó en Europa en 2015 los 5.431 millones de euros, aumentando un 92% con respecto a la cifra del año anterior y con previsiones de seguir haciéndolo a un ritmo acelerado. De esa cifra total es el Reino Unido el que más cantidad ocupa, concretamente 4.412 millones, lo que supone un 81% del sector. El resto se reparte entre los demás países de la UE, siendo la inversión en el año 2014 de 594 millones de euros para ese conjunto y de 1.019 millones en el año 2015, incrementándose por tanto en un 72%.

Gráfica 5.16. Inversión total (Millones €) crowdfunding en Europa (2013-2015).



Fuente: Datos Sustaining Momentum 2015, Universidad de Cambridge.

La clasificación por volumen total de inversión de los países que estamos analizando, a excepción de Portugal, se puede ver en el cuadro 5.3. En este se evidencia lo que se ha dicho anteriormente; la posición de supremacía inversora a través de crowdfunding en los países que conforman el Reino Unido, además del evidente crecimiento que está experimentando el sector.

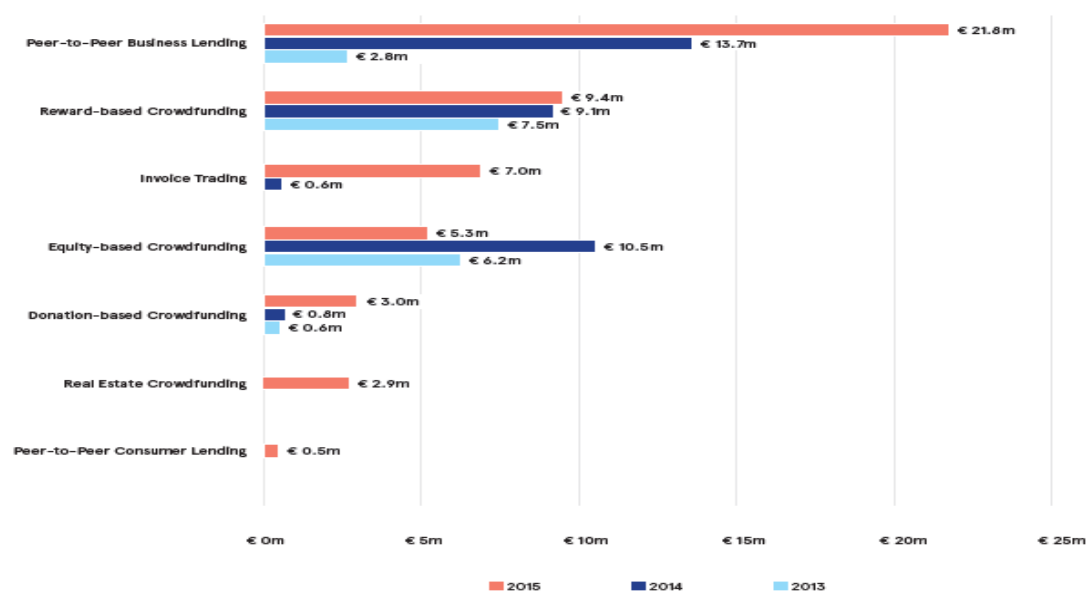
En España este tipo de inversión se ha acrecentado considerablemente desde 2013, donde el total era de 17 millones de euros, hasta alcanzar 36 millones en 2014 y 50 millones para el último año que se tienen datos, lo que supone un incremento total de casi el 200% que la hacen situar en la quinta posición en cuanto a inversión total. Aun así, se ha de esperar que esos niveles totales lleguen a cifras más elevadas, ya que si nos remitimos a la posición que ocupa España respecto al volumen de inversión per cápita esta cae hasta el 14^o lugar.

Individualizando por tipo de operaciones, la gráfica 5.17 recoge la evolución del sector español desde el año 2013 al 2015. En él se ve cómo las operaciones más importantes son los préstamos peer to peer hacia negocios, con un cifra de 21,6 millones y un gran incremento respecto al año anterior. En segundo lugar se encuentran las operaciones de crowdfunding basadas en recompensas con 9,4 millones y en tercer lugar el invoice trading, que supone para las PYMES una nueva forma de descontar facturas a través del crowdlending.

Cuadro 5.3 Inversión total crowdfunding por países (2013-2015).

	Inversión en 2015 millones €	Variación	Inversión en 2014 millones €	Variación	Inversión en 2013 millones €
Reino Unido	4.412	97,05%	2.239	179,53%	801
Francia	319	107,14%	154	102,63%	76
Alemania	249	77,86%	140	115,38%	65
España	50	38,89%	36	111,76%	17
Italia	32	300,00%	8	700,00%	1

Fuente: Datos Sustaining Momentum 2015, Universidad de Cambridge.

Gráfica 5.17 Inversión por tipo de operación de crowdfunding en España (2013-2015).

Fuente: Sustaining Momentum 2015, Universidad de Cambridge.

5.3. Cómo las fintech han cambiado o pretenden cambiar las finanzas.

Tras hablar de diferentes métodos que posibilitan a las empresas su financiación de una manera alternativa a la tradicional, también se ha de introducir lo que en el sector de las finanzas está suponiendo y puede llegar a suponer el desarrollo de las denominadas empresas fintech.

La transformación digital es un proceso imparabile y totalmente aplicable al sector financiero. Desde hace ya tiempo, las entidades bancarias, apoyadas en internet, implementaron sustanciales mejoras operativas en sus sistemas y dieron un soporte más flexible a sus clientes permitiéndoles operar sin necesidad de acudir personalmente a las oficinas, mejorando de este modo la eficiencia de su actividad (José Manuel Piñero, 2010). Pero la irrupción a nivel mundial de cada vez un mayor número de empresas fintech hace que el modelo de banca actual y su supremacía en gran parte de Europa puedan ser cosas del pasado, apoyándose de nuevo la postura defendida por muchos autores donde se advierte de la necesidad de que en Europa se siga reduciendo la dependencia hacia los intermediarios bancarios.

El término fintech es usado para agrupar a las empresas dedicadas a los servicios financieros (fin) con una fuerte base tecnológica (tech). Según la Asociación Española de Fintech e Insurtech (AEFI) en el mundo operan actualmente unas 15.000 empresas de este tipo, apareciendo cada día más de ellas, y experimentando la inversión en tecnología financiera un crecimiento exponencial. En España particularmente se estima que existen unas 300 compañías.

Para Oriol Amat (2016) existen tres motivos por los que la revolución del sector a causa de estas compañías será una realidad.

En primer lugar, las innovaciones que introducen afectan a todos los procesos y servicios bancarios (pagos y transacciones, crowdfunding, crowlending, gestión de divisas, big data o asesoramiento y gestión patrimonial entre otros), aunque, en todo caso, basan su modelo de negocio es una única propuesta, muy vertical y centrada en un área específica, lo que contrasta con la oferta multiproducto y compleja de las entidades bancarias (David Igual, 2016)

En segundo lugar, al ser empresas de nueva creación proceden de la cultura de la innovación y las startups, de modo que sus estructuras y modelos de negocios nacen adaptados al entorno y a la situación. Aunque las entidades tradicionales pretendan implementar en sus modelos de negocio toda una serie de avances tecnológicos, sus estructuras pueden suponer un lastre, de ahí por ejemplo la reducción de sucursales bancarias que han tenido que afrontar la mayoría de entidades.

En tercer lugar, las fintech se están beneficiando de la pérdida de imagen que han tenido la mayoría de entidades bancarias a raíz del inicio de la crisis de 2008. Según datos publicados por Capgemini en el World Retail Banking Report 2016, mientras que el 51% de los españoles recomendarían a sus amigos y familiares su proveedor fintech, solo el 30% lo haría con su banco, uniéndole a esto que solo el 35,7% de los españoles está contento con su entidad bancaria. De este modo se puede intuir que estos nuevos competidores pueden encontrar su hueco en el mercado.

La excepcional disponibilidad de fondos y el apoyo regulador (principalmente desde la Comisión Europea) son otros dos factores clave que favorecen el desarrollo de las mismas. Por lo tanto, las fintech son un hecho de que el cambio de modelo de negocio hacia uno más ágil, transparente, centrado en el cliente y con una infraestructura muy diferente a la actual, es una realidad.

El debate más interesante sobre las empresas fintech deriva de la consideración de las mismas como colaboradoras o como competidoras de los principales intermediarios financieros, clasificación para la que se ha tomado de referencia el informe 2016 de Finnovating. Las colaboradoras serían todas aquellas compañías que aprovechando la tecnología crean soluciones que ayudan a innovar y transformar digitalmente el sector financiero, mientras que las competidoras ofrecen servicios y productos alternativos al margen de los grandes bancos tradicionales. Según un informe publicado por la consultora Pricewaterhouse Cooper, la actividad de las empresas fintech que aparecen en el mercado como competidoras puede poner en riesgo casi el 25% del negocio bancario, además de presionar a la baja los márgenes y la rentabilidad de las entidades financieras tradicionales. Una de las mayores amenazas se situaría en el segmento de banca retail (o de consumo) ante la mayor proliferación de startups que ofrecen a sus clientes financiación instantánea y flexibilidad para pagar sus compras.

Lo que queda claro es que ante el auge de este tipo de compañías que ofrecen servicios y productos alternativos a la banca, la gran aceptación que tienen entre las nuevas generaciones y las dificultades con las que se pueden encontrar las entidades bancarias a la hora de incorporar a sus modelos de negocio desarrollos tecnológicos similares, los hogares y negocios han encontrado en estas empresas denominadas fintech un canal para la financiación que se volverá fundamental y que transformará radicalmente al sector financiero.

CAPÍTULO VI

Conclusiones.

Como primera conclusión de todo lo visto en el estudio se debe empezar comentando que, si bien es cierto que el tamaño medio de las empresas españolas ha sido siempre entendido como un factor diferencial que en buena medida ha explicado la excesiva dependencia de los intermediarios bancarios, esta situación no anda tan lejos de la de muchos países de Europa, de modo que el problema principal no viene exclusivamente de la mano del tamaño empresarial español, sino más bien del impulso que se les dé a las empresas de menor tamaño de cara a una posible utilización de fuentes de financiación alternativas.

Para el conjunto de países europeos esa dependencia del crédito bancario ya existente desde los años 90 se ha ido corrigiendo poco a poco gracias al avance de distintos instrumentos de desintermediación bancaria, siendo la figura más importante dentro de los mismos la de los mercados, tanto de renta variable como de renta fija. Reino Unido es un claro ejemplo de esto. Gracias al AIM y a unos mayores volúmenes de inversión a través de otro tipo de fuentes alternativas, tales como capital riesgo, business angels o crowdfunding, se ha conseguido que la situación financiera de las sociedades británicas esté más diversificada. De este modo, todos los efectos negativos que puede traer consigo la excesiva dependencia de los intermediarios bancarios, hemos visto el caso de la fuerte restricción de crédito a raíz de la crisis financiera de 2008, han podido ser combatidos con mayor entereza no sólo por las entidades de gran tamaño, sino también por aquellas que no presentan ni cifras de negocios ni volúmenes de recursos tan elevados.

Es cierto que los diferentes estudios analizados han demostrado que realmente ninguna de las dos orientaciones citadas (banking oriented y market oriented) es particularmente más efectiva a la hora de potenciar el crecimiento económico y que, además, la movilidad entre una orientación y otra no sería rápida ni sencilla, pero sí que se está comprobando que a medida que los países van desarrollando sus sistemas de intermediación bancaria y sus mercados hay una mayor tendencia a la financiación empresarial a través de los segundos. Además, esa tendencia al alza de la financiación a través de mercados se ha visto reforzada gracias a una de las peores situaciones económicas vividas en los últimos 50 años, la crisis financiera del año 2008. Esta situación marcó el inicio de un proceso de desapalancamiento y reestructuración en el que además de reducirse esa importancia relativa del crédito bancario respecto a la financiación de mercado, también ha puesto en evidencia la necesidad de que los niveles de recursos propios en las sociedades se sitúen en una escala superior.

Aunque en España el ratio de endeudamiento de las sociedades financieras ha descendido de una manera bastante más pronunciada si lo comparamos con los países de Europa, hasta situarse incluso por debajo del de la media de la zona euro, y además los niveles de recursos propios de las sociedades, especialmente PYMES, estén por encima de los del resto de nuestros socios, lo cierto es que no se ha llegado a conseguir todavía ese equilibrio necesario entre las fuentes de financiación bancarias y las no bancarias que sí se está alcanzando de manera general en Europa. Este problema se debe en mayor medida a la situación de las PYMES y al insuficiente recorrido aún de la financiación en mercados alternativos y a través de las demás fuentes analizadas. En cambio, las grandes empresas españolas, destacándose las cotizadas en bolsa, sí han sabido reajustar en mayor medida su financiación externa, entre otras cosas gracias a la disponibilidad de más medios. De este modo, la gran dependencia del crédito bancario para las PYMES en nuestro país es todavía un gran hándicap y un importante reto que superar.

Pero hay que decir, ante todo, que las expectativas en cuanto a la diversificación de fuentes en España no son malas. Si ponemos los focos de atención en la evolución del MAB y el MARF se puede vislumbrar un incremento más que considerable del recurso a los mercados por parte de empresas de tamaño medio. Aunque realmente estos mecanismos no sean accesibles para empresas de tamaño más reducido, sí que han supuesto un gran paso adelante en el intento de seguir la estela marcada por nuestros socios europeos.

Por todo esto, lo más oportuno es concluir diciendo que la realidad española, lejos de crear únicamente un debate en el que se critique la labor de los intermediarios bancarios, lo que ha hecho es evidenciar que la complementariedad y el equilibrio entre las distintas fuentes de financiación debe ser una realidad. La labor desempeñada por las entidades financieras seguirá siendo clave en el futuro para atender a la demanda de pequeñas empresas y microempresas, y los mercados alternativos acogerán cada vez a un mayor número de sociedades que no cumplen los requisitos para acceder a los principales, lo que hará que los niveles de fondos captados, tanto de capital (MAB) como de deuda (MARF), rompan todos los récords. Al mismo tiempo, la autofinanciación ha vuelto a recobrar importancia, evidenciando que los niveles de endeudamiento y preferencia de financiación externa por parte las sociedades durante los años previos y primeros años de la crisis eran excesivos. También se deben posicionar con una mayor rotundidad otro tipo de fuentes alternativas; las SGR en su labor de mejorar la accesibilidad a la financiación a las empresas de tamaño más reducido y entidades de capital riesgo, business angels y crowdfunding en la labor directa de aportar fondos para pequeñas empresas con modelos de negocio altamente escalables. Aunque las cifras de estas últimas aún representen una parte anecdótica en relación al total, en un futuro donde la importancia de los activos intangibles cada vez será mayor estas vías serán pieza clave en la articulación de un sistema financiero donde se favorezca la canalización de recursos hacia startups o sociedades con alto potencial de crecimiento.

CAPÍTULO VII

Bibliografía.

- [1] AECM. Activity report 2015.
- [2] Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI). Informe anual 2016.
- [3] Asociación Española de Leasing y Renting (<https://ael.es/index.php/es/leasing>). Estadísticas.
- [4] Banco Central Europeo. Informe anual 2016.
- [5] Banco Central Europeo. Boletín económico Nº 5/2016.
- [6] Banco de España. Central de balances 2015.
- [7] Banco de España. Informe anual 2016.
- [8] Banco de España. Artículo analítico. Menéndez, Álvaro; Gorris, Anna; Dejuán, Daniel. (2017). La evolución económico y financiera de las empresas no financieras españolas durante la crisis económica y primeros años de recuperación. Un análisis comparado con la UEM.
- [9] Berges, Ángel; Ontiveros, Emilio. (2014). Financiación de la economía. Bancarización frente a mercados. *Mediterráneo Económico* Nº 25. Págs. 195-211.
- [10] Bolsas y Mercados Españoles. Informe anual 2016.
- [11] Canto-Cuevas, F. J.; Palacín-Sánchez, M. J.; di Pietro, F. (2016). Efectos del ciclo económico en el crédito comercial: El caso de la pyme española. *European Research on Management and Business Economics*, 22(2), Págs. 55-62.
- [12] CESGAR. Informe anual 2015.
- [13] Círculo de Empresarios. La empresa mediana española. Informe anual 2016.
- [14] Comisión Europea. Annual report on european SMEs 2015-2016
- [15] Comisión Europea. SBA fact sheet 2016.
- [16] Comisión Europea. Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Informe analítico 2016.
- [17] Dirección general de industria y de la pequeña y mediana empresa. Retrato de la PYME 2016.
- [18] Directorio Central de Empresas (DIRCE). Estadísticas.
- [19] EBAN. Statistics Compendium 2015.
- [20] Esenciales fundación BBVA e IVIE, nº 02/2016. Endeudamiento de las empresas españolas.
- [21] Finnovating. Finnotrends 2016, La revolución fintech.
- [22] García Coto, Domingo; Garrido Domingo, Javier. (2017). Financiación a través de los mercados de capitales, un paso adelante más. *Economistas*. Nº extra 151-152. Págs. 150-163.

- [23] Giralt Serra, Antonio; González Nieto-Márquez, Jesús. (2015). El mercado alternativo bursátil (MAB). Evolución y perspectivas. *Mercados de crédito N° 146 - Funcas*. Págs. 78-89.
- [24] Hoyos, J. C; de la Torre, Ignacio. (2014). La financiación de la empresa española por el mercado de capitales. *ICE N° 879*. Págs. 29-39.
- [25] Igual Molina, D. (2016). *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*. Profit Editorial.
- [26] Invest Europe. European Private Equity Activity 2015.
- [27] J. Arce, Óscar; López Blanco, Elías. (2012). Restricciones en los mercados a la financiación de la PYME: ¿Existen soluciones? *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*. Coord. Crespo, José Luis; García, Antonio. Págs. 93-108.
- [28] Lavilla Rubira, Carlos. (2014). El capital riesgo como forma de financiación empresarial. *ICE N° 879*. Págs. 101-111.
- [29] Leaseurope. Encuesta anual 2015.
- [30] Levine, R. (2000). ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? *Economía Chilena*, 3(1), 25-55.
- [31] Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better? *William Davidson Working Paper Number 442*.
- [32] Levine, R.; Demirgüç-Kunt, A.; Feyen, E. (2012). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *World Bank Economic Review*.
- [33] Maudos, J.; Fernández de Guevara, J. (2014): «Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis», Fundación BBVA. Págs. 1-226.
- [34] Mayer, C. (1994). The assessment: money and banking: theory and evidence. *Oxford Review of Economic Policy*, 10(4). Págs. 1-13.
- [35] Núñez, M. M., González, A. R., Baselga, M. R., & Ariza, C. U. (2015). La financiación de las PYMES españolas. *ICE N° 885*. Págs. 133-149.
- [36] Pascual, J. L. (2014). Evolución y análisis de la financiación de la PYME en España. *ICE N° 879*. Págs. 113-122.
- [37] Peña, Irene. (2015). El nuevo mapa de la financiación a PYMES: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria. *Recuperación del crédito y retos del sector bancario, N° 249 - Funcas*. Págs. 77-86.
- [38] Piñeiro Becerra, J. M. (2010). La financiación a las pymes antes y después de la crisis. *Bolsa de Madrid*, (184). Págs. 40-46.
- [39] Requeijo, Jaime; Maudos, J; García Coto, Domingo. (2015). Los retos de la financiación del sector empresarial.
- [40] Rodríguez Quejido, V. (2013). Hacia un sistema financiero español más equilibrado: el papel de los mercados de valores; en Desapalancamiento y Crecimiento en España. *Fundación de Estudios Financieros*. Págs. 245-258.

[41] Salas Fumás, V. (2013). La financiación externa de la empresa española: Situación actual y perspectivas. *Economía Industrial*, 387. Págs. 71-86.

[42] Torrero Mañas, A. (2003). Intermediarios bancarios frente a mercados financieros. *EKONOMIAZ. Revista vasca de Economía*, 54(03). Págs. 158-169.

[43] Torrero Mañas, A. (2005). La participación de las entidades de crédito en el capital de empresas no financieras. *Mediterráneo Económico*, 8.

[44] Universidad de Cambridge. Sustaining Momentum 2016. The 2nd european alternative finance industry report.