ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR

2015

axesor rating

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR

2015

axesor rating

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

ÁLVARO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA

DIRECTOR DEL IEB

Es muy satisfactorio participar en la presentación del "Anuario sobre Renta Fija y Financiación Alternativa", que el IEB ha elaborado en colaboración con Axesor. Desde la fundación de nuestro Centro de Estudios, en el año 1989, hemos procurado, no sólo la formación de los numerosos estudiantes y profesionales que cada año pasan por nuestras aulas, sino también desarrollar una amplia labor investigadora que se concreta en la publicación de monografías, estudios y comparecencias de nuestros profesores en los medios de comunicación especializados.

Esos esfuerzos formativos y de investigación que durante todos estos años ha realizado el IEB, se han visto recompensados con el reconocimiento del que goza el Centro de Estudios en el ámbito de la Economía Financiera, tanto por los aspirantes a orientar su actividad en ese campo como por las empresas del sector.

Los cambios vertiginosos que se producen en el mundo de las Finanzas obliga a prestar un atento seguimiento de temas de vanguardia recogiendo el cambiante pulso del mercado, y la labor que el IEB realiza en ese sentido le está permitiendo que tanto sus estudios de Grado y Postgrado, como los programas de formación para directivos y las jornadas especializadas, sean pioneros en cuanto a sus contenidos.

En esta misma línea, desde el Departamento de Investigación del IEB se realiza una importante tarea de identificación, análisis y divulgación de aquellos aspectos más importantes para el sector financiero y la economía general. Un claro ejemplo de esta filosofía y modo de trabajo es el nacimiento, en este año 2015, de la primera edición del Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa.

El objetivo de este Anuario es ser, año tras año, un testigo e indicador adelantado de las nuevas tendencias en materia de financiación para las empresas en un contexto económico cada vez más global. La forma en la que tradicionalmente se ha entendido el modelo de financiación de las empresas tendrá que cambiar –ya está cambiando– y desde el IEB queremos ayudar a facilitar esta transición. Y lo queremos hacer –entre otras actuaciones– a través de herramientas como el presente Anuario, al facilitar y promover la educación financiera entre todos los agentes económicos y, muy especialmente, entre nuestras empresas.

Todas las personas que formamos parte del IEB nos sentimos muy satisfechas con el resultado de este primer trabajo y, personalmente, quiero manifestar mi sincero agradecimiento a todos los profesionales y entidades que han permitido que esta ambiciosa publicación salga adelante.

A.M-E.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

8 **CARTAS DE PRESENTACIÓN**

18 **ESTUDIOS**

82 **ARTÍCULOS**

116 **ENTREVISTAS**

CARTAS DE PRESENTACIÓN

10 **ROSA Mª SÁNCHEZ-YEBRA ALONSO**
SECRETARIA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

12 **PABLO COUSTEAU**
DIRECTOR DE PROGRAMAS ESPECIALIZADOS DEL IEB

14 **MIGUEL A. BERNAL ALONSO**
COORDINADOR DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

16 **ADOLFO ESTÉVEZ**
DIRECTOR DE AXESOR RATING

ROSA Mª SÁNCHEZ-YEBRA ALONSO

SECRETARIA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

Desde la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera quiero agradecer al Instituto de Estudios Bursátiles la importante labor realizada a favor del desarrollo de los mercados de capitales en España, y en especial de los productos de renta fija. En los debates y consultas sobre el diseño y funcionamiento de los mercados financieros sus aportaciones son muy apreciadas por esta Secretaría General. Quiero destacar especialmente el esfuerzo divulgativo que el IEB realiza desde su fundación, siendo una institución pionera en la formación de expertos financieros en todas sus escalas profesionales.

Este Anuario sobre Renta Fija y Financiación Alternativa no puede aparecer en mejor momento. Los mercados financieros en España están en plena expansión en un contexto de recuperación macroeconómica tras varios años de crisis en la economía real y financiera. El Gobierno ha elevado el crecimiento del PIB para el año 2015 hasta el 2.9%, convirtiéndose España en la economía más dinámica entre los países más grandes de la Eurozona.

Es de destacar el proceso de desapalancamiento de las empresas españolas, que ha supuesto recortar su nivel de endeudamiento desde su máximo en el segundo trimestre del 2010, en el 134% del PIB, hasta un nivel ligeramente por encima de 110% del PIB en el último trimestre de 2014. Este proceso ha supuesto la corrección de excesos del pasado, constituyendo un ajuste saludable que viene acompañado de flujo de nueva financiación para aquellas actividades económicas que constituyen el motor de la recuperación. El nuevo crédito a sociedades no financieras por importe inferior a un millón de euros registra, desde octubre de 2013, 19 meses consecutivos con tasas positivas.

En este sentido, es bien sabido que el tejido empresarial español adolece de un problema secular. Su fuerte dependencia de la financiación bancaria, que es más acusada en el caso de las empresas de menor dimensión, con mayores dificultades para acceder directamente a los mercados de capitales.

Por esta razón se necesitan mercados financieros eficientes, profundos y líquidos, capaces de satisfacer las necesidades de nuestras empresas, independientemente de su tamaño o su rama de actividad, y capaces de realizar una adecuada evaluación del riesgo asociado a cada proyecto de inversión.

Sin duda, la Unión Bancaria ha sido decisiva para reducir el grado de fragmentación en los mercados crediticios de la zona euro. Sin embargo, para completar el mercado interior es preciso también impulsar la Unión del Mercado de Capitales. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera apoya plenamente el impulso y el enfoque que a este proyecto se le está dando desde la Comisión Europea. Comparte como prioridades mejorar la capacidad de financiación de las pymes en el mercado, la recuperación del mercado de titulizaciones y el desarrollo de instrumentos nuevos o incipientes, como las plataformas de financiación participativa *(crowdfunding),* los bonos pyme *(mini-bonds),* un mercado específico de colocaciones privadas o la propia creación del MARF.

Adicionalmente, el desarrollo del mercado de capitales genera un impacto positivo para la estabilidad financiera por lo menos por tres razones.

En primer lugar, porque la financiación bancaria es marcadamente procíclica y en fases de desaceleración económica su caída tiende a agravar el descenso de la actividad productiva.

En segundo lugar, porque en entornos de abundante liquidez como el actual, los mercados desintermediados transmiten más rápidamente los efectos de la política monetaria a la economía real. En la actualidad, los mercados de renta fija y de financiación alternativa gozan de unas condiciones envidiables, con tipos de interés en mínimos históricos. Resulta prioritario para el Tesoro que las empresas españolas puedan beneficiarse de forma más marcada de dicha mejoría en las condiciones de financiación.

En tercer lugar, porque una cartera diversificada de instrumentos de financiación mejora la capacidad de las empresas de soportar futuros cambios de ciclo económico. En el caso de la economía española, fuertemente dependiente del canal bancario, es todavía más cierto, ya que la diversificación en las fuentes de financiación permite además suavizar los efectos asociados al proceso de desapalancamiento en el que se encuentra inmersa una parte importante de las empresas de nuestro país.

Por su contenido, este anuario es una iniciativa de alto interés para la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera ya que ayuda a comprender mejor las posibilidades que ofrecen la renta fija y la financiación alternativa a las empresas. Por lo tanto, deseo sinceramente que el Instituto de Estudios Bursátiles tenga éxito en la difusión del presente proyecto.

R.M.S-Y.A.

PABLO COUSTEAU

DIRECTOR DE PROGRAMAS ESPECIALIZADOS DEL IEB

Es para el IEB un orgullo y también para mí como Director de Programas Especializados de nuestro Centro de Estudios el presentar este anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa que, en colaboración con Axesor, se publica por primera vez en España y cuyo objetivo es el de convertirse en una referencia académica para todos los profesionales involucrados en estos mercados y para la comunidad financiera en general.

La evolución de los mercados de capitales en estos últimos años, la aparición de nuevas alternativas de financiación y la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), todo ello unido a la excesiva dependencia bancaria de las empresas españolas, nos han empujado a tomar esta iniciativa, de tal forma que a partir de ahora España cuenta con una nueva publicación que analiza, explica y trata de predecir las tendencias de la financiación de las empresas en España, así como su previsible evolución hacia un mix más diversificado y equilibrado.

El anuario consta de varias secciones, e incorpora un primer estudio en profundidad centrado en analizar la situación actual y el futuro a corto y medio plazo de la renta fija y la financiación alternativa tanto en España como en el resto de Europa. A continuación, se presenta un segundo estudio que detalla la nueva legislación desarrollada en España y encaminada a facilitar la financiación de las empresas, y se centra, especialmente, en la nueva Ley de fomento de la financiación empresarial.

El anuario incorpora, además, los puntos de vista de todos aquellos que de una u otra forma tienen un especial interés en el desarrollo de los mercados de renta fija y de financiación alternativa en España. Por ello, cuenta con numerosos artículos y opiniones de profesionales cuyos diferentes perfiles y puntos de vista enriquecen el contenido.

Por un lado, participan profesionales pertenecientes a la banca que desempeñan su labor en los departamentos de mercados de capitales o en el área de banca de empresas. Su papel es primordial en el llamado mercado primario de renta fija pues tienen que cumplir con eficiencia y responsabilidad su trabajo a la hora de asesorar al emisor, establecer los términos de las emisiones, organizar la sindicación y el pool de bancos aseguradores y testear la demanda para distribuir con éxito el papel generado.

Además, varios expertos abordarán a través de sus artículos el emergente mercado de las titulizaciones, los diferentes tipos de emisiones que cotizan hoy en día en el MARF, la importancia de la transparencia en los mercados de Renta Fija, las perspectivas de la deuda *High Yield,* el desarrollo de las fuentes de financiación no tradicionales, o los efectos que el *Quantitative Easing* recientemente implementado en Europa puede tener en la financiación de las empresas españolas, entre otros.

Finalmente, se incorporan algunas entrevistas en las que el anuario da voz a los propios emisores (Copasa, Viario A-31, Ferrovial), a asesores y miembros del mercado (BEKA Finance, Arcano, Auriga), a las agencias de rating (Axesor), a los promotores de los nuevos mercados de financiación (MARF), así como a los inversores institucionales (Mutua Madrileña).

Además, el propio IEB aportará su visión a través de entrevistas a algunos de sus profesores y miembros del departamento de investigación, expertos en el ámbito bancario y en los mercados de capitales. En ese sentido, la vocación del IEB ha sido siempre la de impulsar la formación en el terreno del conocimiento financiero. Desde hace más de una década, se imparten multitud de programas formativos en abierto (Másteres en Finanzas Corporativas, Programas de especialización en Mercados de Capitales y Financiaciones Estructuradas, o en Renta Fija). También impartimos formación a medida en estas materias a miles de profesionales pertenecientes a la banca, a las empresas, a consultoras o boutiques especializadas y, de manera recurrente, se organizan jornadas en el IEB cuyo objetivo es el de dar un mayor impulso, difusión y notoriedad a las nuevas alternativas de financiación con que cuentan las empresas en España.

En definitiva, el compromiso del IEB con el desarrollo de nuestros mercados de capitales tiene como objetivo el conseguir un mix de financiación más equilibrado para nuestras empresas. Ese compromiso es firme y claro, pues se trata de un elemento clave para nuestra recuperación económica, siendo nuestra intención la de seguir formando a todos aquellos profesionales cuyo talento es primordial para el éxito y crecimiento a largo plazo de nuestro tejido empresarial.

Por último, agradecer nuevamente a Axesor el apoyo y los medios prestados para que este apasionante proyecto haya podido ver la luz, así como a la Secretaría General del Tesoro, por su apoyo institucional en esta iniciativa.

P.C.

MIGUEL A. BERNAL ALONSO

COORDINADOR DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

Crédito es sin lugar a dudas la palabra que conjuntamente con paro y desigualdad más se ha repetido desde la crisis. En el fondo no es una coincidencia, pues debe tenerse en cuenta que fue la enorme acumulación de crédito en las principales economías desarrolladas la que provocó la severa crisis que hemos visto. España, debido a su enorme apalancamiento privado, estuvo desde el primer momento en el ojo del huracán. Muchos comentarios, artículos y estudios alertaban de lo que se avecinaba, al final los datos y los hechos han demostrado que el problema era de una dimensión enorme. La realidad, como ha puesto de manifiesto esta crisis, supera a la ficción, haciendo que las previsiones más pesimistas se hayan quedado cortas, muy cortas.

Fue el pinchazo de la burbuja de crédito lo que ocasionó una crisis sin parangón reciente en nuestra economía, donde además el sector inmobiliario ha tenido un papel protagonista. Las consecuencias de ese pinchazo son una enorme tasa desempleo y la apertura de una fuerte brecha de desigualdad, con un daño en la clase media de este país que costará años cicatrizar.

Entender el crédito y su relación con la estructura económica de un país es básico para comprender lo que ha pasado. Hoy más que nunca se ha demostrado que un crecimiento del saldo crediticio sin una balanza exterior equilibrada o con superávit, crecimiento que además debe correr parejo a los incrementos de renta del país en cuestión, acaba desembocando en una situación de máxima complejidad económica, lo que a la postre termina generando un enorme problema que se materializará en una grave crisis de consecuencias económicas, pero también sociales.

Pero no se puede, ni conviene, caer en maximalismos, mucho menos en economía, donde el punto intermedio siempre es el más deseado. Bien es cierto, como se ha señalado, que si fueron los enormes niveles de apalancamiento la causa de la crisis, también lo es que con el cierre posterior y casi inmediato, además de generalizado, de las fuentes de financiación, la crisis se agudizó aún más. La falta de crédito para toda aquella empresa o familia que llevara implícito la palabra España, agravó la situación. Nuevamente se pudo comprobar cómo un problema de liquidez no paliado con la llegada de financiación en un momento determinado y deseado, lleva a situaciones muy complicadas, incluso en el caso extremo a la suspensión de pagos o, si se prefiere, el *default*, aún cuando no exista un problema de solvencia. Se puede asegurar que la falta indiscriminada de financiación, condujo a un fuerte incremento de la crisis.

Durante esta larga y profunda crisis ha ido calando la necesidad de cambiar muchas cosas en nuestro modelo económico. Como no, una de ellas es la de nuestra relación, tanto de las familias como de las empresas, con la financiación, así como las fuentes o mercados de crédito. No puede ser que no aprendamos de nuestros errores pasados. Para ello y desde el departamento de estudios del IEB, en el observatorio dedicado a la gestión del riesgo de crédito y promocionado por la firma Axesor, se ha venido prestando un gran interés a los temas más candentes en su momento, intentado aportar nuestro granito de arena en este aspecto.

Fruto de toda la dinámica detallada anteriormente fue la realización y publicación en su momento de varios estudios. En primer lugar se presentó un estudio sobre las agencias de rating y las necesidades de creación de agencias europeas propias. Posteriormente, y ante la necesidad de abrir nuevos mercados de financiación, elaboramos un documento sobre el Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF, como alternativa para Pymes e inversores. En el año 2014, hasta el momento el último estudio y previo al actual Anuario fue el de ofrecer una comparativa, principalmente cualitativa, de fuentes financiación entre países, con el fin aportar una visión de lo que en otros países se realizaba y detallar la situación española, ofreciendo una comparativa sobre el posible camino a recorrer.

Pero en el año 2015, por fin y desde que comenzamos con este observatorio, se ha producido un cambio en la situación económica del país que ha afectado a las fuentes de financiación. Hoy las tasas de crecimiento económico españolas, aupadas por la confluencia de una serie de hitos económicos muy propicios para nosotros, comienzan a sorprender a propios y extraños; hoy ya nos es posible certificar el fin de la recesión.

Los datos de empleo comienzan a mostrar unas estadísticas que ponen de manifiesto un fuerte dinamismo en la creación de empleo, aún cuando los puestos generados no tengan la calidad que nos gustaría a todos. La demanda privada ha despertado de su letargo y muestra un vigor importante que hace prever crecimientos de la actividad económica, medido a través del PIB, cercanos al 3%. Los indicadores adelantados nos muestran una senda de recuperación que augura una actividad y menos desempleo tanto para este año como para el próximo 2016. Pero quizá todos estos importantes y deseados logros han dejado en un segundo plano las novedades que han ocurrido sobre el crédito donde, sin embargo, muchas han sido las novedades, y desde donde comienzan a llegar novedades interesantes y signos de normalización crecientes.

Es por ello que, en este año 2015, donde la atención ya no está focalizada en cuestiones puntuales sino mucho más generalistas y plurales, hemos creído conveniente dar un giro al Observatorio de Gestión de Riesgos. Cada vez nos parecía más necesario abrir el observatorio a un debate mucho más plural y no tan puntual. Es esta la razón de lanzar un anuario sobre Renta fija y financiación alternativa, idea apoyada desde el primer momento por Axesor.

Deseamos y confiamos que este anuario se convierta en una cita a señalar anualmente en todos los calendarios, así como una herramienta de máxima utilidad para todos los ámbitos de la sociedad, la economía y la financiación en todas sus múltiples formas.

M.A.B.A

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE AXESOR RATING

Desde Axesor estamos encantados de participar como patrocinadores en colaboración con el IEB en el primer anuario de mercado sobre Renta fija y financiación alternativa, confiando además, en que coincidiendo con el auge actual en los mercados de capitales en España, pueda representar una referencia útil para los participantes en estos mercados.

Como todos sabemos el desarrollo de los mercados de capitales, aunque mucho más activo en los últimos años, sigue siendo una asignatura pendiente de la economía española, existiendo hasta tiempos recientes, escasas referencias de empresas que hayan tomado la acertada decisión de diversificar sus fuentes de financiación.

En este contexto, allá por el año 2010, anticipando el cambio de modelo de financiación que tenía que llegar, en parte por el profundo cambio de las entidades tradicionales de financiación, desde Axesor, apoyándonos en una larga tradición de análisis del riesgo corporativo, tomamos la decisión estratégica de emprender el camino cuyo fin era conseguir ser reconocidos como agencia de rating europea, con el objetivo de ser un *player* de referencia, en este proceso de diversificación de financiación, que sin duda dará como resultado, un mercado más estable en el medio y largo plazo.

Después de un largo proceso, en Octubre de 2012, fuimos finalmente registrados como agencia de rating europea, siendo además la primera registrada directamente por ESMA (European Securities Market Authority), lo que nos permitió desde esa fecha operar en Europa bajo Normativa europea, otorgando ratings reconocidos desde el punto de vista regulatorio.

Nuestro enfoque inicial y ADN ha estado centrado en las empresas del *middle market* español, aquellas empresas que aunque en muchos casos ya globalizadas y líderes en sus respectivas industrias, no contaban con el tamaño suficiente para emitir en mercados globales, y en general desconocían de las ventajas que los mismos pueden aportar para disponer de nuevas fuentes de financiación, una herramienta que es especialmente efectiva en tiempos de escasez de financiación, como los que poco a poco, afortunadamente, vamos dejando atrás.

Después de varios años operando en los mercados, al hacer balance, no podemos estar más satisfechos de la evolución del mismo, habiendo aportado, sin duda, nuestro granito de arena para que empresas españolas hayan podido emitir deuda, diversificando de esta manera sus fuentes de financiación, permitiendo que sus estrategias de crecimiento dependan exclusivamente de su capacidad de ejecutar exitosamente su plan de negocios y no del apetito de su pool financiero para asumir más riesgo de contrapartida o de la concentración en su sector de actividad.

En este sentido, nos gustaría dar la enhorabuena a BME y al Gobierno de España por su papel en el desarrollo de Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que, sin duda, ha contribuido a que las empresas de nuestro país tomen conciencia de la importancia que tiene el desarrollo de fuentes alternativas para que la financiación no sea un impedimento en su estrategia de crecimiento. En su corto recorrido ha superado con creces las expectativas, atrayendo empresas de características muy diversas, además de lograr emisiones orientadas a propósitos tan variados como son la financiación de proyectos y de pymes. Confiamos en que esta plataforma, además de crecer y atraer cada vez más una mayor variedad de transacciones, sea vista como una alternativa que puede competir perfectamente con otras plazas europeas que, hasta la creación del MARF, habían atraído en el pasado la mayor parte de las emisiones españolas por la mayor flexibilidad que ofrecían.

Aunque es cierto que los volúmenes todavía disponen de un alto potencial de crecimiento, el testimonio de las empresas que ya han emitido no puede haber sido más positivo, habiendo ya varios casos de empresas que han repetido con una segunda emisión en este mercado, o que han confiado en el mismo también para financiar su circulante vía la utilización de pagarés.

Entre los principales beneficios citados están: la posibilidad de obtener financiación a más largo plazo y a tipos fijos, la visibilidad que proporciona este mercado, permitiendo que una empresa sea conocida por un alto número de inversores institucionales y otros *stakeholders* y sobretodo el convencimiento de que su empresa, al haber desarrollado esta fuente de financiación, es ahora más valiosa ya que aumentara la posibilidad de acceder a financiación en cualquier momento del ciclo.

En estos momentos, cuando la liquidez de fuentes tradicionales empieza a volver con fuerza al mercado, incluso en ocasiones en unas condiciones que pueden resultar más atractivas que las ofertadas en los mercados de capitales, es importante recordar la travesía del desierto que hemos vivido en tiempos recientes y no olvidar que no hay momento como el presente, para hacer los deberes necesarios para proteger nuestras empresas ante el próximo ciclo que, sin duda, llegará cuando menos lo esperemos. No debemos olvidar que aquellos países y empresas que apostaron por un modelo de financiación más equilibrado, han sido los primeros en salir de la crisis.

Desde Axesor, animamos a las empresas a revisar sus estrategias de financiación desde un punto de vista a largo plazo, aprovechando además la idoneidad de la coyuntura actual que se caracteriza por un fuerte descenso de la prima de riesgo soberano que permite acceder a los mercados en unas condiciones jamás vistas.

Nos despedimos hasta el anuario del año que viene que, sin duda, nos traerá más alegrías y casos de éxito, en el desarrollo de unos mercados que pensamos son de gran importancia para ayudar a las empresas españolas a triunfar aún más en su posición competitiva a nivel global. **A.E.**

ESTUDIOS

20 **SITUACIÓN Y FUTURO DE LA RENTA FIJA Y LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN ESPAÑA Y EUROPA**

IRENE PEÑA CUENCA

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

ECONOMISTA DE LA ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA

58 **MODIFICACIONES Y POSIBILIDADES LEGISLATIVAS RECIENTES PARA IMPULSAR LA FINANCIACIÓN A LA EMPRESA**

JUDITH ARNAL MARTÍNEZ

S. G. ASUNTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DE LA UE

SOLEDAD RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

S. G. DE LEGISLACIÓN Y POLÍTICA FINANCIERA

SITUACIÓN Y FUTURO DE LA RENTA FIJA Y LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN ESPAÑA Y EUROPA

Irene Peña Cuenca[1]

Departamento de investigación del IEB
Economista de la Asociación Hipotecaria Española

Primera de su promoción en el Máster de Corporate Finance y Banca de Inversión del IEB (2014), Licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Alicante y Máster en Dirección de Empresas Inmobiliarias y de la Construcción por la Universidad Politécnica de Madrid. Desde 2008, Irene Peña desempeña su actividad profesional como Economista de la Asociación Hipotecaria Española, donde es responsable del área de estudios y análisis de mercado. Actualmente Miembro del Departamento de Investigación del IEB, es además especialista en renta fija y mercados alternativos de deuda corporativa así como autora y co-autora de diversos trabajos de investigación publicados.

[1] En especial agradecimiento al Departamento de investigación del IEB y a todas las personas que desde sus instituciones han compartido puntos de vista y contribuido a construir este estudio. En especial: Adolfo Estévez, Agustín Martín, Álvaro Bergasa, Álvaro Canosa, Gonzalo Roca, Isabel Lafont, José Maria Domínguez, Lucas Suárez, Miguel Arregui, Ramón Rodrigo y Víctor Sánchez.

Contenidos

1. Introducción 22

2. Modelo de financiación e impacto de la crisis desde el punto de vista de la empresa 23

3. Tendencia hacia el cambio en el modelo de financiación de la empresa española 27

4. Obstáculos a la financiación de la empresa vía mercado de capitales 31

5. Construyendo un mercado de capitales europeo 36

6. Creación de un mercado paneuropeo de "private placement" 38

7. Reactivar las titulizaciones para promover el crecimiento 40

8. *Shadow banking* ¿qué es? 43

9. Financiación alternativa a la bancaria: principales magnitudes 45

10. Mercados alternativos de deuda corporativa 47

Anexo 1. Tabla emisiones inaugurales de bonos y obligaciones llevadas a cabo por empresas españolas 2013-1t2015 52

Anexo 2. Tablas de *rating* principales agencias internacionales y Axesor, primera agencia de calificación crediticia española. 53

Anexo 3. Listado de emisiones MARF según características del instrumento 54

Anexo 4. Listado de miembros del mercado y asesores registrados del MARF 54

Bibliografía 57

1. Introducción

Este estudio tiene como objetivo retratar el estado de desarrollo de los mercados de renta fija corporativa en el ámbito de la Unión europea y específico de la economía española, así como analizar sus posibilidades y retos de desarrollo futuro.

Además de la renta fija convencional –propia de mercados regulados–, tiene especial consideración en este estudio el auge que los mercados y herramientas denominadas "de financiación alternativa" han mostrado, en los últimos años, en la mayoría de economías europeas y que responden, muy directamente, a la contracción en el crédito bancario provocada por la reciente crisis financiera.

Hasta el estallido de la crisis a mediados de 2007, Europa fue motor de crecimiento mundial y, concretamente, la economía española uno de sus máximos exponentes encadenando más de una década de crecimiento del PIB a dos dígitos. Este crecimiento se financió principalmente con deuda bancaria en un contexto de extraordinaria liquidez en los mercados de capitales, que permitía un flujo de financiación abundante y con un bajo coste financiero.

Esta dinámica, que fue positiva porque permitió un alto grado de desarrollo económico, generó al mismo tiempo desequilibrios de gran importancia y algunos de ellos estructurales. El más rápido de identificar es el exceso de endeudamiento alcanzado por el sector privado, tanto por hogares como por empresas, con niveles de deuda sobre el PIB próximos al 200% en 2007.

Pero, además, se ha generado una excesiva dependencia de las empresas[2] de la financiación bancaria que no se refleja únicamente en su balance, sino que ha impedido que se desarrolle en ellas cierta cultura hacia la financiación en mercados de capitales: tanto a través de acciones como a través de instrumentos de renta fija.

Esta rigidez a la hora de encontrar alternativas de financiación por parte de las empresas, que se he revelado como una debilidad estructural a la luz de la crisis, ha obstaculizado la capacidad de recuperación del conjunto de economías europeas, especialmente si comparamos con EEUU. Este hecho ha generado una gran preocupación en Autoridades y Reguladores europeos, que ha dado lugar a una serie de iniciativas, como la Unión de Mercados de Capitales, que también se analizarán en este estudio.

[2] A efectos de este estudio el término empresa siempre irá referido a "empresas no financieras", es decir empresas cuya actividad principal es la producción de bienes y servicios no financieros.

2. Modelo de financiación e impacto de la crisis desde el punto de vista de la empresa

Las fuentes de financiación para la empresa son muy diversas, si bien se pueden clasificar en dos grandes categorías:

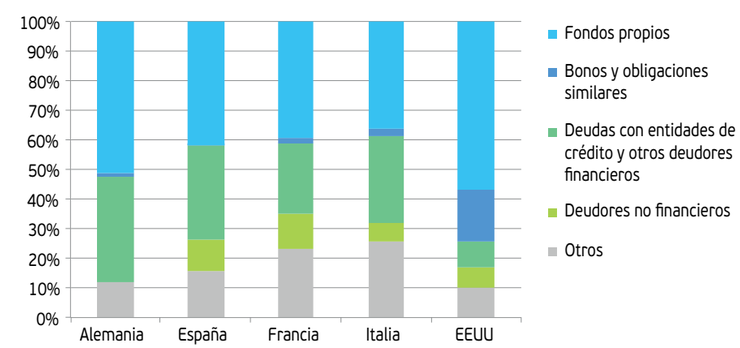
- **Fondos propios o capital:** que puede ser interno, aportado por los socios, o externo, a través de la venta de acciones.
- **Deuda:** que puede provenir de entidades de crédito vía préstamos o líneas de crédito (entre otros); o de inversores, siendo la más habitual a través de emisiones de renta fija en los mercados de capitales.

Para el buen funcionamiento de una economía es fundamental que el flujo de financiación hacia las empresas se mantenga ininterrumpido y, al mismo tiempo, que estas tengan una estructura financiera equilibrada en términos de deuda y fondos propios.

Como se puede observar en el gráfico 1 a continuación, en 2005, con anterioridad a la crisis, la estructura de financiación de las empresas no financieras en una selección de países europeos (Alemania, España, Francia e Italia) se situaba en una proporción aproximada de 40% fondos propios – 60% deuda. En EEUU, sin embargo, los fondos propios tienen un mayor peso sobre activos, cercano al 60%.

Asimismo, dentro de la financiación con coste financiero, en Europa existe una dependencia casi absoluta de la financiación bancaria, especialmente entre las pequeñas y medianas empresas, mientras que en EEUU el peso de los préstamos bancarios sobre mix de financiación total es aproximadamente de un 33%.

Gráfico 1: **Composición del pasivo y patrimonio neto, total empresas no financieras, porcentajes, 2005.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de BACH *database* y la Reserva Federal de EEUU.

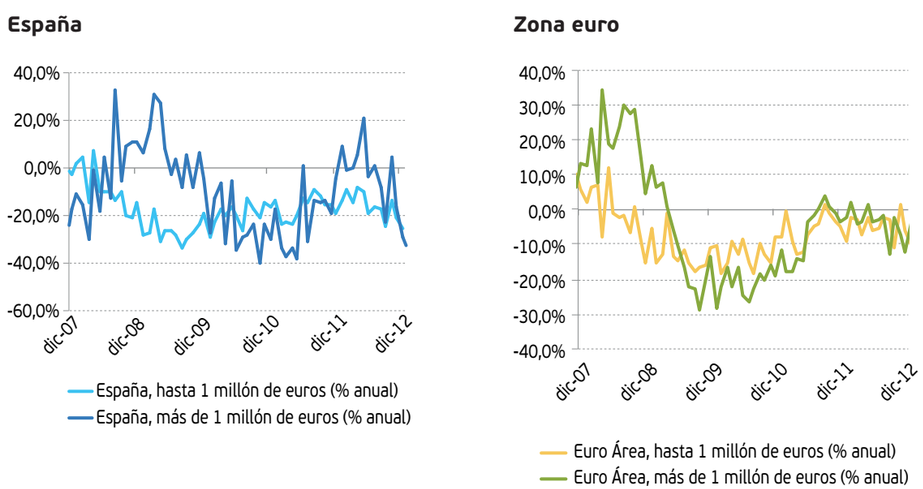
Ambos factores han dado lugar a que el estallido de la crisis financiera y, especialmente, su perduración en el tiempo, hayan tenido un impacto más severo en el desarrollo de la actividad empresarial europea que en la estadounidense.

En este sentido, aunque la crisis afectó en primer lugar a los instrumentos de financiación en mercados de capitales, por estar relacionada su génesis con instrumentos de financiación estructurada, terminó afectando en mayor medida al sistema financiero y su capacidad de intermediar el crédito ante las incertidumbres que derivaron sobre su solvencia y las dificultades para acceder a los mercados de financiación mayorista.

A este hecho se unió un aumento generalizado de las emisiones de deuda pública por parte de los Estados con el fin de financiar sus crecientes déficits públicos. Estas emisiones estuvieron fuertemente respaldadas por las entidades financieras, dando lugar a un efecto desplazamiento o de *crowding-out* según el cual el crédito se redistribuyó desde el sector privado hacia el sector público, reduciendo los recursos disponibles para la inversión y el consumo.

Por lo tanto, durante el periodo 2008-2013 las entidades financieras no pueden cumplir con su papel para financiar la economía real y proveer de liquidez a las empresas. Se observa durante dicho periodo una reducción en los volúmenes de nuevo crédito a nivel europeo y de, forma más acentuada, en España.

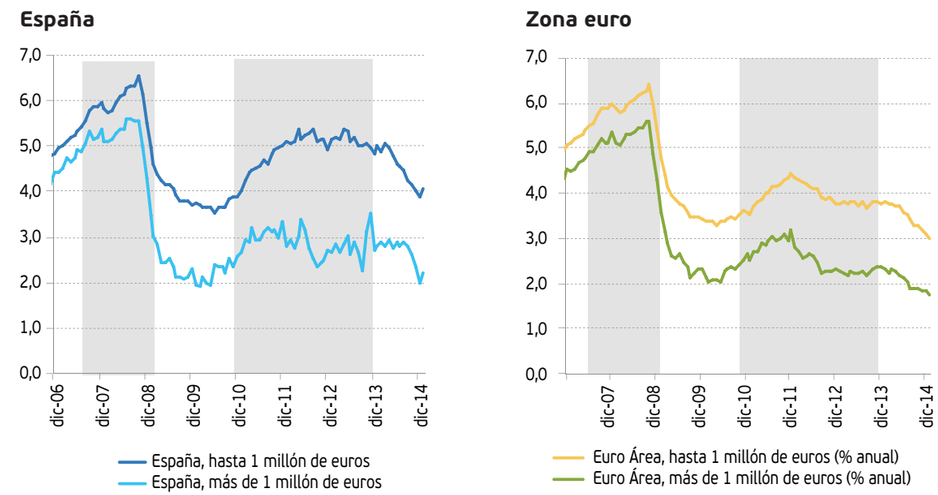
Gráfico 2: **Evolución del crédito bancario a empresas no financieras (2008-2012), tasas de variación anuales, porcentaje.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCE

A la escasez de crédito se unió otro factor agravante durante el periodo y fue su encarecimiento. Tal y como se puede observar en el gráfico 3 a continuación, los tipos de interés para el nuevo crédito a empresas incrementaron especialmente en los periodos 2007-2009 (quiebra de *Lehman Brothers*) y 2010-2013 (crisis deuda soberana griega y contagio sobre las primas de riesgo de algunas economías de la zona euro, entre ellas España).

Gráfico 3: **Evolución de los tipos de interés de los préstamos a empresas no financieras (%).**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCE

Todo ello dio como resultado que el déficit de ahorro de las empresas, definido como la diferencia entre la formación de capital y los ahorros del sector empresarial durante un periodo de tiempo definido (Galizia, 2003), no pudiera ser cubierto de forma eficiente mediante deuda bancaria provocando graves distorsiones en el funcionamiento de las empresas.

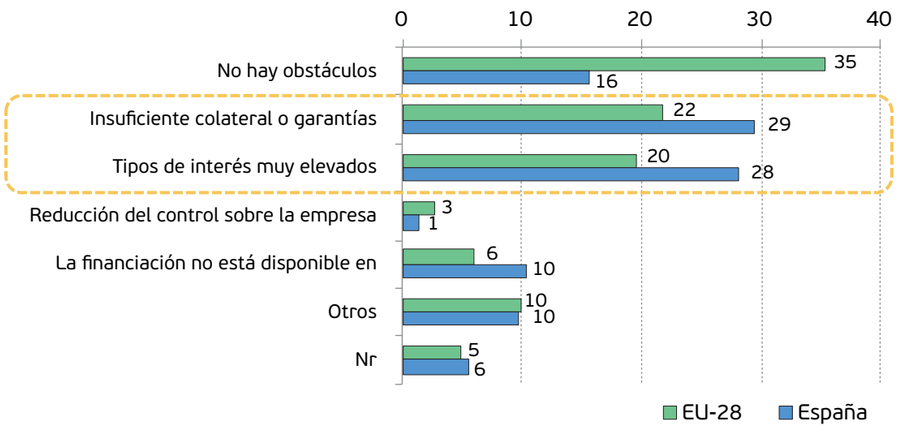
Esto resulta especialmente grave en una economía como la europea y, dentro de esta, en la española, en la que predominan las pequeñas y medianas empresas.

En la encuesta de 2011 sobre acceso a la financiación de la pequeña y mediana empresa, realizada por la Comisión Europea (CE) en colaboración con el Banco Central Europeo (BCE), las empresas apuntaban las dificultades de acceso a la financiación como su segunda mayor preocupación, sólo detrás de la búsqueda de clientes.

En la misma encuesta, las empresas señalaban que sus ingresos se habían reducido o no habían crecido respecto al semestre anterior en un 46,2% de los casos para el conjunto de empresas de la UE-28 y en un 67,2% en el caso concreto español.

En el gráfico 4 a continuación se muestran los factores señalados por las empresas como las principales causas que estarían limitando su acceso al crédito en 2011. Como se puede observar, la visión de las empresas era más negativa en el caso español que para el conjunto de la UE; y la insuficiencia de colateral o garantías, junto a los elevados tipos de interés, los factores identificados en un número mayor de los casos como limitadores del acceso a la financiación.

■ Gráfico 4: **Principales factores que habrían limitado en 2011 el acceso a la financiación por parte de pequeñas y medianas empresas, porcentaje según importancia.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE 2011)

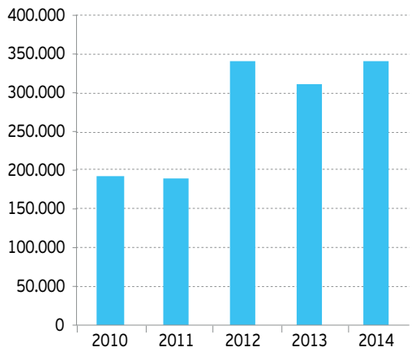
Estas restricciones en el crédito bancario habrían inducido a un número creciente de empresas a buscar alternativas de financiación en el mercado en los últimos años. Este fenómeno ha sido notable primero en las grandes empresas, y posteriormente también en empresas de tamaño más mediano. En el caso español, el acceso de este último tipo de empresas ha estado favorecido en gran medida por la puesta en funcionamiento, a finales de 2013, del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

El éxito que las empresas han obtenido en su participación en los mercados de capitales, tanto en España como a nivel europeo, plantea la posibilidad de que un nuevo escenario financiero en el que la financiación bancaria se complemente con otras alternativas de financiación se pueda llegar a consolidar en Europa, lo que ayudaría diversificar riesgos en el sistema y dotaría de mayor flexibilidad los pasivos de las empresas. No obstante, este escenario todavía presenta algunos retos como se analizará en el capítulo 4 de este estudio.

3. Tendencia hacia el cambio en el modelo de financiación de la empresa española

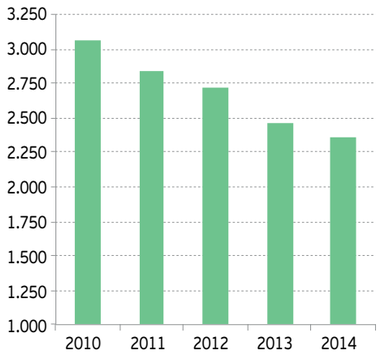
Ante el escenario anteriormente descrito muchas empresas, especialmente desde 2009, han accedido al mercado de bonos en busca de una alternativa para sus necesidades financieras. Como muestra el gráfico 5 a continuación, en el periodo 2012-2014 los volúmenes de nuevas emisiones de deuda se incrementaron notablemente respecto a años anteriores en Europa, en un contexto macrofinanciero especialmente favorable, mientras que los nuevos préstamos a empresas no financieras se reducían (gráfico 6).

■ Gráfico 5: **Nuevas emisiones anuales de empresas no financieras en Europa occidental, millones de euros.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Dealogic

■ Gráfico 6: **Evolución de los nuevos préstamos a empresas no financieras en la Zona euro, miles millones euros.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCE

Las políticas monetarias llevadas a cabo a nivel global para paliar el impacto de la crisis y normalizar los mercados de financiación mayoristas en un contexto de baja inflación, ha creado un escenario de bajos tipos de interés que ha favorecido el acceso de nuevos emisores a los mercados y generado, al mismo tiempo, una necesidad de búsqueda de rentabilidad en el espectro inversor.

***Nota 1. ¿Cómo afectan los tipos de interés y la inflación a la renta fija?

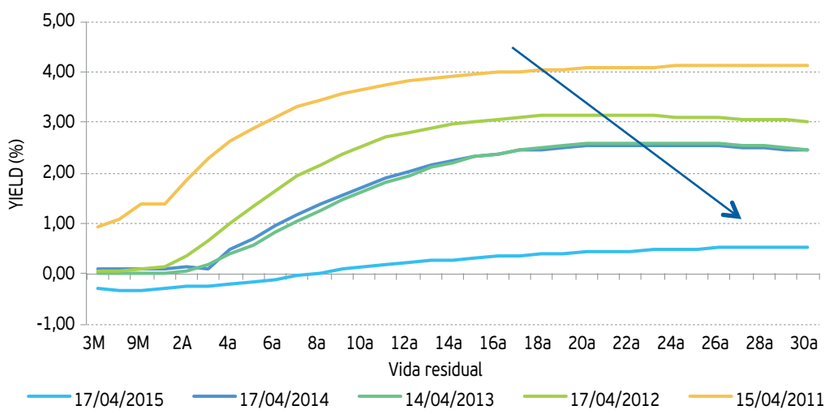
Cuando un inversor compra o vende bonos tiene en cuenta sus expectativas sobre la evolución futura de la inflación y de los tipos de interés reales, así como los riesgos asociados a la emisión.

Estas expectativas se reflejan gráficamente en la curva de tipos de interés, que representa la relación entre la remuneración de los bonos (intereses) y el tiempo hasta su vencimiento. En condiciones normales del mercado, la curva tendrá una pendiente positiva: es decir la remuneración exigida por los inversores será más elevada a plazos superiores y, al contrario, en plazos cortos los intereses exigidos serán menores.

En los últimos años hemos observado, un aplanamiento en la curva de interés. Es decir, un estrechamiento en los diferenciales de tipos a los distintos vencimientos. Esta situación indica, por un lado, que las expectativas de crecimiento de la inflación son reducidas: el crecimiento en los precios reduce el valor futuro de las inversiones (el inversor tiene que tratar que el rendimiento de su cartera de inversión crezca por encima de inflación para no perder valor y por tanto exigirá mayor interés a los bonos), por ello, cuando las presiones inflacionarias descienden también lo hace la prima de interés exigida por los inversores.

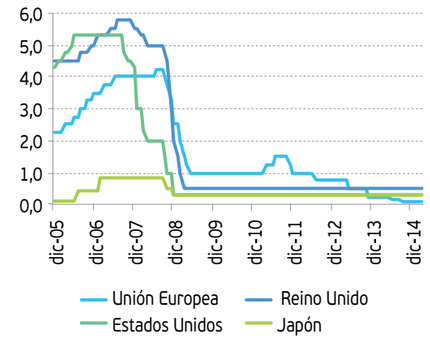
Por otro lado, también suele reflejar expectativas de bajo crecimiento económico. Cuando la economía crece es previsible que se genere inflación y que, por lo tanto, las autoridades monetarias suban los tipos de interés. Cuando los tipos de interés suben, el precio de los bonos se comporta inversamente y baja, por lo tanto si el inversor quisiera desprenderse de un bono en un escenario de tipos de interés al alza el mercado le aplicaría un descuento en el precio porque el interés que está pagando estaría por debajo del nivel actual de tipos. Por lo tanto, en un contexto de bajos tipos de interés también se reducen las presiones sobre el precio de los bonos.

■ GRÁFICO. **Curva de tipos de interés spot Zona Euro, porcentajes anuales, fin del periodo.**



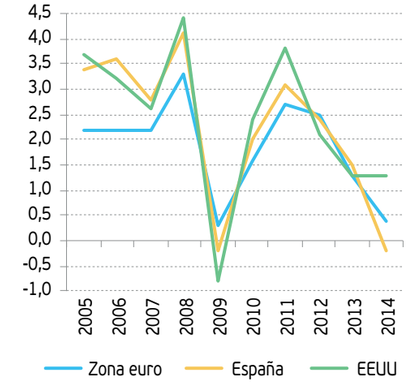
* Bonos de los gobiernos centrales de la Zona euro con *rating* AAA-
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCE

■ Gráfico 7: **Tipos de interés de política monetaria en las principales regiones económicas occidentales, porcentaje.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BdE, Eurostat.

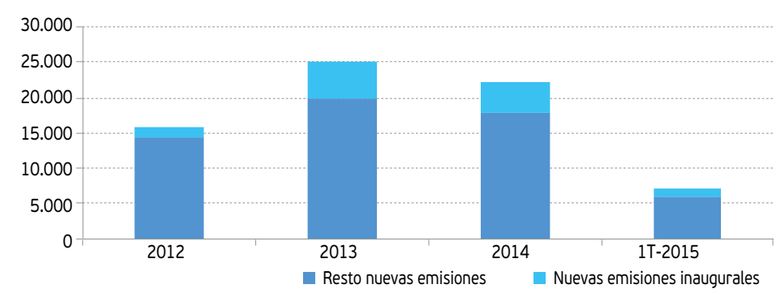
■ Gráfico 8: **Inflación en la Zona euro, España y EEUU, tasa de variación anual, porcentaje.**



Dentro de esta dinámica, también ha incrementado la presencia de empresas españolas en los mercados de renta fija, tanto a través de emisiones de bonos y obligaciones[3], como de programas de pagarés.

El gráfico 9 a continuación muestra los volúmenes de nuevas emisiones de bonos registradas por empresas no financieras españolas y listadas en territorio nacional o en otras jurisdicciones. Como se puede observar, no solo incrementa el volumen de emisiones sino que también, para cada periodo, se observa una proporción mayor de emisores inaugurales, es decir, empresas que no habían emitido bonos en el pasado. De este modo, en 2013 y 2014, aproximadamente un 20% de los volúmenes admitidos a cotización se correspondían a emisores que no habían participado, con anterioridad a 2012, en el mercado.

■ Gráfico 9: **Emisiones de bonos y obligaciones empresas españolas, millones de euros.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

[3] En adelante "bonos".

La introducción del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que opera desde octubre de 2013 en nuestro mercado y que se caracteriza por ofrecer a los emisores una mayor flexibilidad en la estructuración de sus operaciones al organizarse como un Sistema Multilateral de Negociación (es decir, es un mercado autoregulado), ha contribuido a facilitar el acceso al mercado de nuevos emisores.

Así, de las 16 emisiones nuevas emisiones registradas en 2014 por empresas que no habían emitido antes de 2012 (ver anexo 1 tabla de emisiones inaugurales 2013-1T 2015), seis se listaron en el mercado MARF y es previsible que en 2015 esta proporción continúe incrementándose. Además, otras cuatro empresas participaron por primera vez en el mercado, si bien a través de programas de pagarés.

Por otro lado, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores comentada anteriormente ha servido de catalizador para las emisiones de deuda corporativa *high yield* o "de alto rendimiento" (ver anexo 2 escalas de *rating*).

Si prestamos atención a la composición por *rating* de las nuevas emisiones de empresas españolas, gráfico 10, se observa una participación creciente de empresas con un *rating* inferior a BBB- (la calificación BBB- o Baa3 según nomenclatura de Moody's define el límite entre grado de inversión y grado de alto rendimiento).

Este incremento de la participación de empresas *high yield* se justifica de dos formas en nuestro caso. Por una lado, la mayor aceptación que estas empresas tienen en la actualidad en el mercado a tipos de interés competitivos con los de la financiación bancaria en muchos casos y, por otro lado, el impacto del techo soberano en las calificaciones crediticias de la deuda corporativa (ver Nota 2).

Al mismo tiempo, empresas más grandes con un nombre reconocido en el mercado han podido emitir sin *rating* a tipos competitivos, a pesar de la penalización que el mercado suele hacer en estos casos por el mayor riesgo de crédito que se asume ante la falta de una valoración independiente sobre la capacidad de pago en tiempo y forma del emisor.

***Nota 2. **Techo país en las calificaciones crediticias**

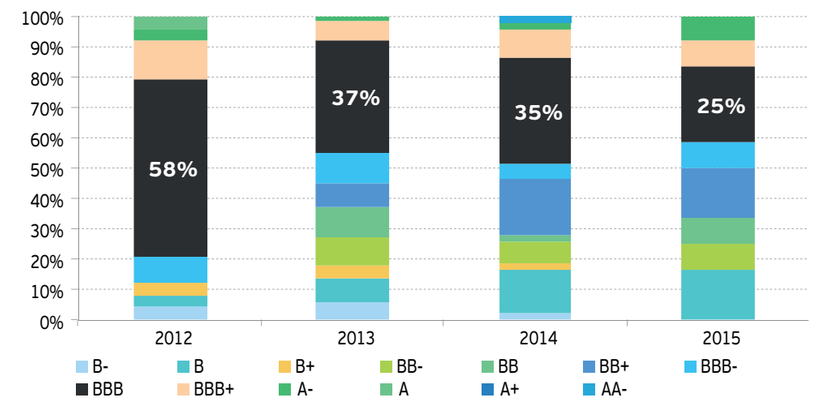
El *rating* del país también llamado *rating* del soberano limita la calificación crediticia que las empresas nacionales pueden obtener según el criterio de las principales agencias de calificación crediticia o *rating*. De este modo, salvo algunas excepciones relacionadas, sobretodo, con el grado de internacionalización de la empresa, el *rating* de una empresa normalmente nunca podrá ser superior al de su soberano, generando lo que se denomina "techo país". Detrás de este razonamiento se presupone que la deuda soberana debería ser el activo de mayor calidad crediticia y, por lo tanto, con menor riesgo, del país.

No obstante, también es posible superar el techo país, normalmente en hasta tres escalones o *notches*, a través de estructuraciones que impliquen una mejora significativa del riesgo crediticio de la operación.

Actualmente el *rating* del Reino de España es BBB, por lo que la mayoría de empresas españolas tienen un *rating* inferior.

Algunas de las nuevas agencias de *rating*, como es el caso de Axesor, han comenzado a cuestionar el techo país y no incluyen esta limitación en su metodología argumentando, precisamente, que el techo país es menos relevante en un mundo cada vez más globalizado.

Gráfico 10: **Composición por añadas de las nuevas emisiones de bonos y obligaciones en función del *rating* del emisor en el momento de la emisión, número de emisiones, porcentaje.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Finalmente, cabe destacar que el segmento *high yield* es muy sofisticado y en él los inversores discriminan en función del nombre y características de la empresas. Ello provoca que el mercado sea bipolar en términos de TIR (tasa interna de retorno), observándose emisiones con TIR que van del 3% al 8%.

4. Obstáculos a la financiación de la empresa vía mercado de capitales

1. Mejora en las condiciones de acceso a la financiación bancaria

La oferta de crédito a las empresas ha venido mejorando desde finales de 2013 en un contexto macroeconómico más positivo y, especialmente, en un entorno de gran liquidez para las entidades de crédito.

Las distintas acciones llevadas a cabo por el BCE han favorecido la creación de este entorno de liquidez estableciendo, al mismo tiempo, los incentivos necesarios para que el crédito pueda fluir y alcanzar la economía real. Estas acciones se pueden resumir en:

- La introducción de una serie de medidas de estímulo cuantitativo *(quantitative easing)* con el fin incentivar el crédito a través de un descenso en los tipos oficiales de política monetaria, aplicando tipos negativos para

los depósitos; y en garantizar la liquidez a través de los distintos programas de compras de activos en el mercado primario y, desde marzo de 2015, en el secundario de deuda pública.

- La recuperación de la confianza en la solvencia del sistema financiero europeo a través de un detallado test de estrés ejecutado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) y un análisis de la calidad de los activos de los balances bancarios *(Asset Qualitiy Review)*.

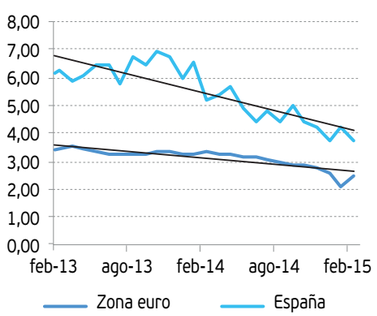
Todo ello ha contribuido a que la oferta crediticia de las entidades a las empresas haya mejorado, especialmente desde finales de 2014, no sólo en los volúmenes de nueva contratación sino también en las condiciones aplicadas: plazo, márgenes y garantías exigidas.

Asimismo, la mejora en las condiciones de oferta estaría respaldada por una creciente competencia en el sector entre las propias entidades y, también, entre las entidades y otros instrumentos de financiación alternativa con un creciente protagonismo como es el caso de la renta fija.

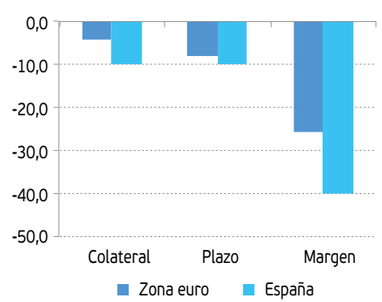
En el caso de la economía española es importante destacar, asimismo, que la reactivación en la oferta crediticia ha sido posible solo tras la culminación del importante proceso de reestructuración y recapitalización que el sector financiero llevó a cabo en el periodo 2012-2013 en el marco de las condiciones establecidas en el Memorando de Entendimiento (MoU), acordado con las autoridades europeas en julio de 2012, para restaurar la confianza en el sector financiero español.

Una vez finalizado este complicado proceso, para el que las entidades de crédito españolas tuvieron que destinar una importante cantidad de recursos y tiempo, el objetivo del sector vuelve a ser la generación de cuenta de resultados a través de la captación de nuevos clientes, siendo el crédito a empresas uno de los primeros segmentos de demanda que se ha reactivado y con mayor intensidad.

■ Gráfico 11: **Evolución reciente los tipos de interés de los préstamos bancarios, total empresas, porcentaje.**



■ Gráfico 12: **Cambios en las condiciones aplicables a los préstamos o líneas de crédito a grandes empresas, porcentaje neto, diciembre 2014*.**



* Porcentaje de entidades que han endurecido las condiciones menos porcentaje de las que las han relajado.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCE.

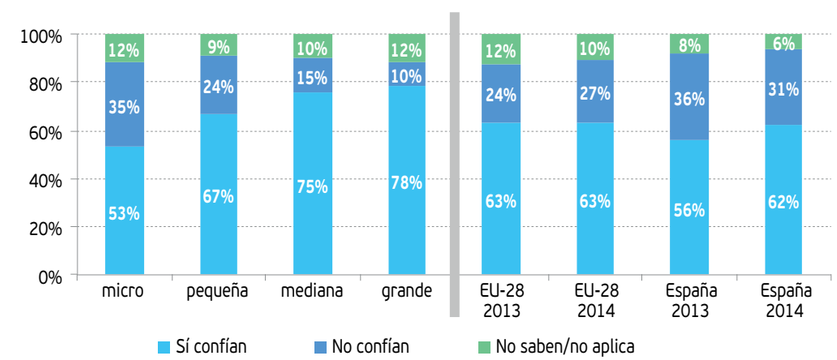
Desde el punto de la empresa, no obstante, existe divergencia de opiniones a la hora de evaluar la confianza en el crédito bancario tanto entre la percepción de las empresas del conjunto de la UE frente a la de las empresas españolas, como en función del tamaño de la empresas.

En este sentido, según datos de Encuesta sobre Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE según sus siglas en ingles) llevada a cabo con una periodicidad anual por la Comisión Europea, el porcentaje de empresas que para el conjunto de la UE28 declaraban no sentirse seguras respecto a la disponibilidad de financiación bancaria para financiar sus proyectos incrementó de 2013 a 2014 de un 24% a un 27%; mientras que en el caso Español, este porcentaje se redujo de un 36% a un 31%.

Por tamaño de empresas, son las grandes empresas las que se muestran más seguras de la financiación bancaria, mientras que las empresas micro y pequeñas continúan presentando mayores porcentajes de desconfianza.

No obstante, es previsible que a lo largo de 2015 se produzca cierta convergencia hacia una mayor confianza en la financiación bancaria entre las empresas micro y pequeñas y las medianas y grandes, al extenderse la financiación hasta estos sub-segmentos de crédito.

■ Gráfico 13: **Confianza de las empresas respecto a la obtención financiación bancaria para financiar sus proyectos futuros. (SAFE 2014)**

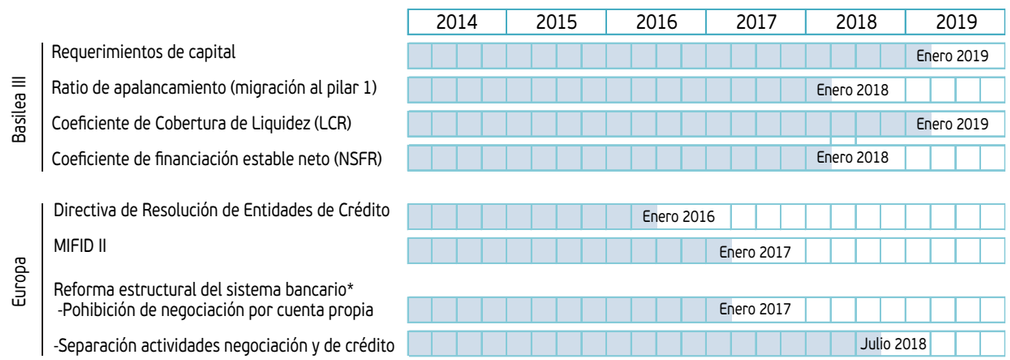


Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAFE (EC).

A pesar de esta reactivación del crédito, reguladores y autoridades europeas siguen mostrando una elevada preocupación por garantizar un acceso estable a la financiación a largo plazo por parte de las empresas. En este sentido, la reactivación de la oferta crediticia se podría ver afectada por el impacto que pueda tener, en los próximos años, la implementación de la nueva regulación de Basilea III y las nuevas regulaciones sobre el sistema bancario europeo (ver tabla 1 calendario regulatorio), que parecen augurar mayores costes, especialmente en financiaciones a largo plazo; así como la retirada de los estímulos del

BCE una vez las economías europeas recuperen una senda de crecimiento estable. Por lo que parece fundamental, desde un punto de vista de estabilidad macroeconómica, seguir fomentando el uso de otras fuentes de financiación estables a largo plazo.

Tabla 1: **Calendario regulatorio: Fechas de implementación completa de los requerimientos de Basilea III y de comienzo efectivo de la nueva regulación europea en las distintas materias.**



Fuente: elaboración propia, Nomura, BIS, Comisión Europea.

2. Tamaño del tejido empresarial Español y Europeo

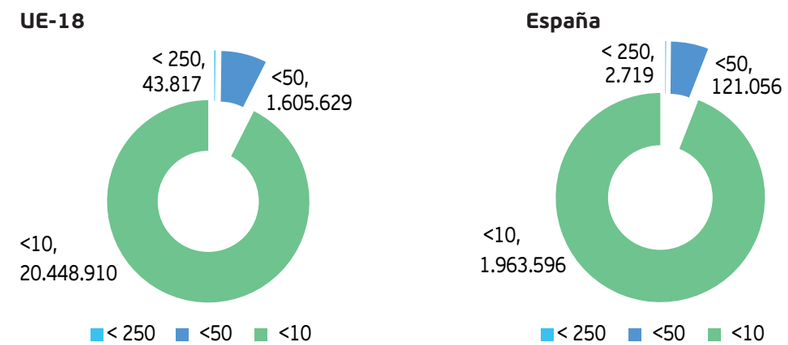
La sigla pyme corresponde a "pequeñas y medianas empresas" que según la legislación europea se definen en función de su número de empleados y volumen de negocios o balance general.

Tabla 2: **Definición de pyme**

Categoría de la empresa	Empleados	Volumen de negocios	Balance general
Mediana	< 250	≤ 50 millones de euros	≤ 43 millones de euros
Pequeña	< 50	≤ 10 millones de euros	≤ 10 millones de euros
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de euros	≤ 2 millones de euros

Comúnmente se dice que las pymes son el músculo del tejido empresarial tanto europeo como español y tanto es así que, según la definición anterior, las pymes representan prácticamente el 100% del total de empresas no financieras atendiendo al criterio de número de empleados (ver gráfico 14).

Gráfico 14: **Número de empresas no financieras según número de empleados.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de Eurostat, 2011.

Este hecho aunque no imposibilita, sí que dificulta la capacidad de acceso de las empresas europeas y españolas a los mercados de deuda y financiación alternativa, así como los volúmenes de negociación que estos mercados pueden alcanzar.

No obstante, las nuevas fórmulas desarrolladas para acercar estos mecanismos de financiación a las pymes y la progresiva aceptación, por parte de inversores, de emisiones por debajo de los volúmenes tradicionalmente considerados *benchmark*, contribuyen a que las empresas puedan acceder a la financiación necesaria para acometer las inversiones que les permitan desarrollar sus estrategias de crecimiento y, con ello, contribuyen al paulatino desarrollo de un tejido empresarial más robusto, con empresas de mayor dimensión y con una mayor presencia internacional.

3. Barreras Culturales

Además de las barreras económicas o por estructura a la hora de acceder a los mercados de capitales existe otro tipo de barreras, culturales, que se asocian con la falta de familiaridad de la mayoría de empresas con estos mercados.

Es una de las barreras menos cuantificables pero que pueden tener un mayor impacto a la hora de favorecer el desarrollo de nuevas alternativas de financiación para las empresas.

El origen de este distanciamiento entre las empresas y lo mercados podría estar relacionado con la abundante oferta crediticia que ha imperado en la mayoría de economías europeas, incluyendo la española, durante más de una década hasta el estallido de la crisis y que habría hecho innecesario el desarrollo de un interés por parte de las empresas por conocer otras fuentes de financiación que podrían adaptarse mejor a las necesidades de su negocio.

La única forma de solucionar este problema es mejorar, gradualmente, el entendimiento de estos mercados y acercarlos a las empresas a través de su difusión por parte de todos los agentes implicados: tantos organismos públicos como centros de formación financiera, representantes de las empresas, reguladores o intermediarios financieros. En este sentido, la experiencia positiva de las nuevas empresas que están accediendo a los mercados es un catalizador para otras que comiencen a plantearse su participación.

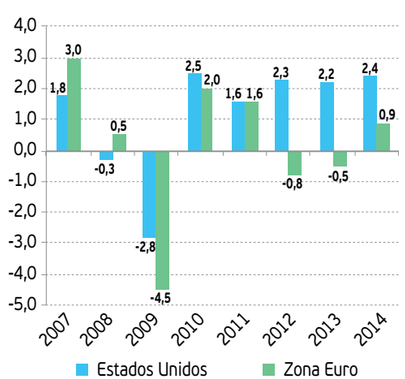
5. Construyendo un mercado de capitales europeo

Podría considerarse que, para las autoridades europeas, existen en estos momentos dos prioridades principales: la creación de empleo y el crecimiento económico.

La reciente crisis financiera ha puesto en relieve la excesiva dependencia por parte de las empresas de la financiación bancaria, lo que se ha revelado como una debilidad estructural que, en parte, ha dado lugar a una recuperación más lenta de las economías europeas en su conjunto.

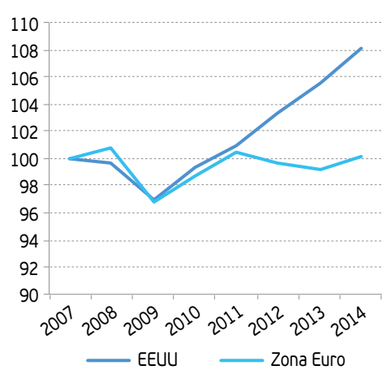
En efecto, si comparamos la entrada y la salida de la crisis en EEUU y en Europa se observa que, a pesar de que el impacto inicial de esta fue algo mayor en EEUU, la recuperación ha sido también mucho más ágil y rápida. Es cierto que otros factores han influenciado en esta más rápida recuperación; sin embargo, parece deseable encontrar un equilibrio según el cual ante una contracción (o ausencia total) del crédito bancario, el tejido empresarial cuente con una estructura de capital sólida y otras alternativas del acceso al crédito que no le obliguen a frenar su actividad.

■ Gráfico 15: **Tasa de variación anual del PIB real, porcentaje.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat.

■ Gráfico 16: **PIB a precios de Mercado (2007=100).**



Por otro lado, según datos de AFME *(Association for Financial Markets in Europe)*, los inversores siguen considerado que el carácter fragmentado de la UE es un impedimento para invertir en la zona. Entre otros, los inversores identifican que las distintas definiciones de los activos y normas de funcionamiento en los mercados, la fiscalidad y las diferentes legislaciones en materia de insolvencia son elementos que dificultan y encarecen la inversión transfronteriza.

Es por ello que, con el fin de poner la financiación a disposición de las empresas europeas e impulsar el crecimiento en los 28 Estados miembros de la UE, la Comisión Europea (CE) presentó en febrero de 2015 una consulta para la creación de una Unión de los Mercados de Capitales en Europa.

Este plan de acción, que se espera esté funcionando de forma completa en 2019, permitiría crear un mercado de capitales más fuerte que se complementara con las entidades de crédito como fuente de financiación y permitiera:

- Desbloquear más inversión para todas las empresas, especialmente pymes, y para proyectos de infraestructura
- Atraer más inversión extranjera a la UE
- Dotar de mayor estabilidad al sistema financiero incrementando sus fuentes de financiación.

Según estimaciones de la CE, si los mercados de capital riesgo de la UE estuviesen tan desarrollados como los de Estados Unidos, hasta un total de 90.000 millones de euros adicionales podrían haber estado a disposición de las empresas entre 2008 y 2013. Del mismo modo, si las titulizaciones de pymes volvieran a reactivarse de forma segura (en el periodo de crisis 2007-2010 los productos estructurados con una serie de calificación AAA presentaron una tasa global de impago inferior al 1%), tan sólo con la mitad de niveles registrados en 2007, se obtendrían 20.000 millones de euros de financiación adicional para las empresas.

Algunas de las áreas de acción inmediata que la CE pretende abordar, como son la creación de un mercado europeo de colocaciones privadas y la reactivación de la titulización de pymes se abordan en los siguientes apartados de este estudio.

■ Tabla 3: **Resumen de los principales retos y objetivos de la futura Unión de Mercado de capitales**

Retos y Oportunidades	Áreas de acción inmediata
1. Mejorar el acceso a la financiación, incluyendo al capital riesgo, por parte de las empresas y, especialmente, por parte de la pymes.	**1.** Reducir las barreras de acceso a los mercados de capitales.
2. Impulsar el flujo de inversión institucional y minorista hacia el mercado de capitales.	**2.** Incrementar la base inversora para las pymes.
3. Eliminar la fragmentación entre los mercados europeos con el fin de aumentar su tamaño y profundidad.	**3.** Construir un mercado de titulización sostenible.
	4. Impulsar la financiación a largo plazo.
	5. Desarrollar un mercado de private placement europeo

Fuente: elaboración propia a partir del texto de la Comisión Europea

"Creo que debemos complementar las nuevas normas europeas para los bancos con los una Unión de Mercado de Capitales. Para mejorar la financiación de nuestra economía, debemos desarrollar e integrar los mercados de capitales. Esto disminuiría el coste de obtención de capital, especialmente para las pymes, y ayudaría a reducir nuestra muy elevada dependencia de la financiación bancaria"

Jean Claude Juncker, Presidente de la CE, Directrices políticas para la próxima Comisión.

6. Creación de un mercado paneuropeo de "private placement"

Otra alternativa para la financiación de las empresas son los mercados de colocaciones privadas o *private placement,* cuyo máximo exponente es el mercado estadounidense "US Private Placement Market" (USPP).

En el USPP las empresas contactan con inversores cualificados de manera individual o en grupos reducidos para obtener financiación, generalmente a tipo fijo, en un formato que se podría clasificar de "híbrido" entre el préstamo sindicado bancario y las emisiones públicas de obligaciones y bonos (Zamorano, 2013). El USPP es un espacio no regulado, si bien las transacciones que en él se producen siguen un determinado procedimiento y han de cumplir ciertas condiciones.

Las principales ventajas relacionadas con el USPP se centran en la posibilidad de acceder a financiación a largo plazo (hasta 15 años es un plazo habitual), con unos costes de transacción y tiempos de ejecución menores que en el mercado de bonos, y con un elevado grado de flexibilidad similar al de los préstamos sindicados. El contacto directo con inversores permite diseñar productos "a medida" en los que las condiciones o *covenants* se negocian directamente con los inversores y toda la documentación es privada. Además, el hecho de que no requiera un tamaño mínimo lo hace accesible tanto a empresas medianas como grandes con o sin *rating*.

Muchas empresas medianas europeas, con unas necesidades de financiación pequeñas como para acceder a los mercados regulados de renta fija, han estado accediendo al USPP durante años. Según datos de ICMA *(International Capital Market Association)* en 2013 las empresas europeas levantaron 15.300 millones de dólares en este mercado. Asimismo, mercados locales de *private placement* como el francés (Euro PP) o el alemán (Schuldschein) han experimentado un gran desarrollo en los últimos años a raíz de la crisis financiera, proporcionando en torno a 15.000 millones de euros en deuda.

Las numerosas ventajas que este tipo de financiación ofrece y las previsiones de que incremente la demanda de *private placements* por parte de empresas medianas europeas en búsqueda de diversificar sus fuentes de financiación han promovido un primer paso por parte de la industria para crear un Mercado Europeo de Private Placement (PEPP de acuerdo a sus siglas en inglés) que provea financiación a largo plazo a las empresas medianas y sea una fuente de diversificación de riesgos para los inversores.

Este esfuerzo, que ha sido desarrollado por un consorcio de miembros del mercado (inversores institucionales, bancos internacionales y despachos de abogados entre otros) y que ha estado dirigido por ICMA se ha concretado, por el momento en dos trabajos:

- **La creación de documentación estandarizada,** complementaria a la actual, dirigida a los distintos participantes del mercado. Esta documentación, disponible desde enero de 2015, ya está en uso en muchas de las transacciones registradas.
- **La creación de una guía de mercado**[4] donde se establece un marco voluntario de buenas prácticas y estándares compatible con los diferentes marcos legales y que contiene los elementos mínimos necesarios el desarrollo de un Mercado Europeo de Private Placements (PEPP).

Según dicha guía, el PEPP se definiría como:
"…una transacción a medio/largo plazo entre empresas cotizadas o no cotizadas y un número reducido de inversores institucionales en base a una documentación específica negociada entre el prestatario y el o los inversores; y generalmente, aunque no necesariamente, con la participación de uno o más bancos intermediarios (arranger) *actuando generalmente como agencia"*

Principales características de un futuro PEPP:

PAN-EUROPEAN PRIVATE PLACEMENT	**Prestatario objetivo:** empresas medianas europeas e internacionales que buscan diversificar sus fuentes de financiación. Empresas más grandes o más pequeñas también se podrían beneficiar del PEPP.
	Inversores objetivo: principalmente inversores institucionales como compañías de seguros, fondos o sociedades de gestión de activos.
	Oferta privada de la deuda: normalmente a un grupo pequeño de inversores.
	Transferibilidad: Un PEPP es transferible aunque muy ilíquido, por lo que se trata de un producto diseñado para "comprar y mantener".
	Deuda senior no garantizada: su rango sería *pari passu* respecto al resto de deuda senior del prestatario.
	Arranger: en caso de haberlo actuará como agente del prestatario ayudando en el proceso de preparación de la documentación y, en caso de ser necesario, en la relación con los inversores y la fijación de precio y coberturas.
	Due dilligence y requisitos de información: se acordarán caso por caso.
	Estructura de la emisión: existirá flexibilidad en cuanto al tamaño de las emisiones, moneda, necesidad de *rating* y mecanismo de amortización (a vencimiento o periódica).

[4] Pan-European Corporate Private Placement Market Guide (2015)

La Comisión Europea en su consulta sobre una Unión de Mercado de Capitales ha dado la bienvenida a esta iniciativa e incluso plantea si es necesaria alguna actuación adicional por su parte para apoyar el desarrollo de un PEPP, además de apoyar los esfuerzos realizados por el sector para alcanzar unos estándares comunes.

No obstante, otras voces de la industria, especialmente desde EEUU, no consideran necesaria la creación de un mercado de *private placement* que entre en competencia con el USPP, argumentando que, a pesar de su denominación, se trata de un mercado global en el que ya existe una elevada participación de empresas europeas y de transacciones en euros y libras esterlinas.

Además, otro factor clave a considerar es que a pesar de que el USPP es un espacio no regulado, uno de sus principales inversores son las compañías de seguros reguladas, por lo que en el desarrollo del USPP ha estado muy presente su regulador, la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC), quien ha colaborado en darle uniformidad y vigila la calidad crediticia de los valores adquiridos por compañías de seguros. En Europa, contrariamente, la regulación establece baremos máximos que limitan, en muchos casos, el porcentaje de la cartera que las compañías de seguros pueden invertir en mercados de colocación privada, por lo que parece que una flexibilización de la normativa en este sentido sería necesaria para apoyar el desarrollo de un PEPP.

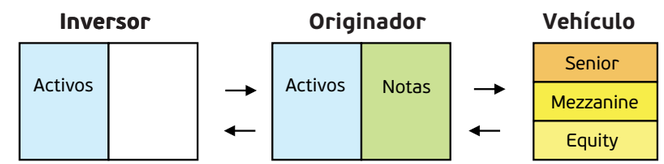
7. Reactivar las titulizaciones para promover el crecimiento

El proceso de titulización consiste en la transformación de unos activos que generan flujos de caja, pero que generalmente son ilíquidos o no transferibles (por ejemplo derechos de crédito o préstamos hipotecarios, al consumo o a pymes), en unos pasivos en forma de notas, que son colocadas entre inversores.

Los principales intervinientes en un proceso de titulización son el originador, el vehículo o fondo de titulización al que se transfieren los activos y desde el que se emiten las notas y los inversores que reciben unos pagos periódicos en intercambio por los valores adquiridos. La remuneración que reciben los inversores dependerá del tramo de emisión que hayan adquirido.

Así, del mismo modo que en la estructura de capital de una corporación existen distintos niveles de prioridad entre los acreedores, en la titulización se suelen dividir los pasivos en al menos tres tramos (Lafont, 2013): uno senior, que es el primero en recibir los pagos; uno *mezzanine* o intermedio, y otro *equity* que estaría subordinado al resto y sería, por tanto, el que más remuneración recibiera.

■ Gráfico 17: **Esquema de funcionamiento de una titulización.**



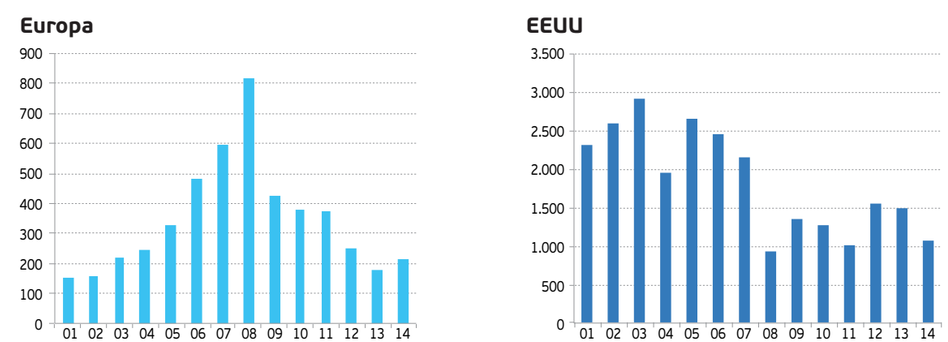
Elaboración propia

La titulización ha sido una herramienta tradicionalmente utilizada por las entidades financieras para dotar de liquidez a sus balances e incrementar su capacidad de concesión crediticia, no obstante también puede utilizarse por sociedades no financieras, tal y como se abordará más adelante en este anuario[5].

A pesar de su amplio desarrollo, en España la titulización comenzó a funcionar en 1993, el estallido de la crisis puso en relieve algunas malas prácticas asociadas con esta herramienta de financiación, especialmente en la gestión del crédito de sus versiones más complejas. La desconfianza generada dio lugar a cierta estigmatización del instrumento, disminuyendo drásticamente su aceptación en los mercados, generando cierto recelo regulatorio, y perdiéndose con ello algunos de sus aspectos más positivos.

Asimismo, aunque los títulos europeos han generado menores pérdidas en términos generales que los estadounidenses[6], el ajuste que han experimentado las nuevas emisiones ha sido más severo tal y como se puede apreciar en el gráfico 18. Además, cabe destacar que gran parte de las emisiones europeas están retenidas en el balance de las entidades de crédito y se han utilizado para operaciones de descuento en el BCE.

■ Gráfico 18: **Volúmenes de emisión de titulización en Europa y EEUU (billones de euros).**



Fuente: elaboración propia en base a datos de AFME, *Securitization data report* 2014.

[5] José Antonio Trujillo, "Titulización y financiación empresarial".

[6] En 2010 la tasa de impago de la titulización hipotecaria residencial (RMBS) presentaba en EEUU una tasa de impago del 17,39% en relación a un 0,73% en Europa (*Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España* número 22).

Restaurar un mercado de titulización eficiente en Europa, para lo que es fundamental un mercado secundario líquido, diversificaría tanto las fuentes de financiación como la distribución de los riesgos asociados al sector financiero, al permitir que los inversores institucionales participaran de estos riesgos y liberando balance de las entidades financieras. Asimismo, en una economía como la europea, con un gran peso de la pyme en su tejido empresarial, la reactivación de la titulación contribuiría a mejorar el acceso a la financiación de este segmento de crédito.

Tras las penalizaciones regulatorias que la titulización sufrió a raíz de la crisis, numerosas autoridades europeas han manifestado la necesidad de revisar el marco legal de la titulización para dar un tratamiento preferencial a las estructuras sencillas y transparentes que tienen un menor riesgo. Este parece ser uno de los objetivos de la Comisión Europea, que en febrero de 2015 lanzó un documento de consulta para la creación de un marco europeo de titulización simple, transparente y estandarizada. Asimismo, la titulización es parte del proyecto de la Unión de Mercados de Capitales.

■ Gráfico 19: **Nuevo modelo de titulización en Europa.**

SIMPLE

TRANSPARENTE

ESTANDARIZADA
(Comparable)

OTROS FACTORES DE RIESGO:
Correcta evaluación de la solvencia de los prestatarios (calidad de los colaterales, calidad de los tramos, requisitos de liquidez, instrumentos listados en mercados organizados reconocidos.

Fuente: elaboración propia basada en el esquema de la Comisión Europea[7]

"Pensamos que la revitalización de un cierto tipo de bono de titulización, denominado plain vanilla, con el que se puedan agrupar préstamos, préstamos bancarios, que puedan ser calificados, asignados un precio y negociados, sería un instrumento muy importante para la revitalización de los flujos de crédito y para nuestra propia política monetaria."

Mario Draghi, presidente del BCE, *Financial Times*, Marzo 2014.

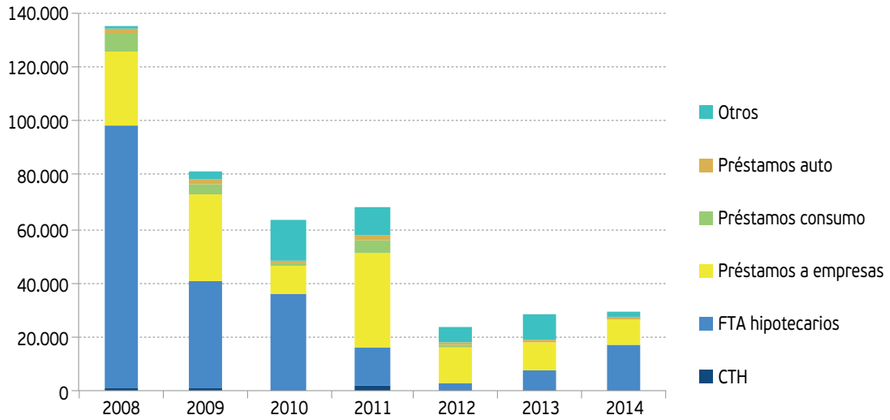
Las estructuras de titulización típicas del mercado español entrarían dentro de esa definición "plain vanilla", es decir, estructuras sencillas que se alejan de modelos más complejos desarrollados en otras economías como la estadounidense y que implican segundas y terceras titulizaciones de las notas.

[7] Comisión Europea, consulta pública sobre titulización (febrero 2015).

Es por ello que, de mejorar el tratamiento regulatorio del instrumento para las estructuras más simples, reduciendo sus costes y consumos de capital para las entidades financieras, la titulización podría contribuir a estimular la actividad crediticia y, en consecuencia, la actividad económica del país.

Como se puede observar en el gráfico 20 a continuación, donde se muestran las nuevas emisiones de titulización según el tipo de colateral (es decir, el tipo de activo titulizado), los préstamos a empresas han ido ganando peso sobre el total de activos titulizados, siendo en 2014 el segundo activo más titulizado, tan sólo por detrás de la titulización hipotecaria. Teóricamente, la liquidez obtenida al titulizar estos activos debería revertir en nuevo crédito a las empresas creando un círculo virtuoso que favorezca la evolución del crédito a empresas.

■ Gráfico 20: **Importe nominal emitido de bonos de titulización por tipo de activo cedido, millones de euros.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNMV.

8. Shadow banking ¿qué es?

El término *"shadow banking"*, en castellano banca en la sombra, se refiere normalmente a cualquier tipo de financiación que se produce fuera del circuito bancario.

La creciente importancia que este término está alcanzando en los medios, también referido como financiación alternativa, financiación de mercado *(market-based financing)* o financiación paralela entre otros, pone en evidencia un reconocimiento creciente sobre la importancia de las fuentes de financiación que son una alternativa al tradicional crédito bancario.

El Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB), organismo encargado de promover la estabilidad financiera internacional, y que desde 2011[8] ha venido realizando una profunda labor de seguimiento y análisis de la financiación alternativa, con el fin de analizar sus riesgos y proponer medidas regulatorias que permitan dar solidez a este tipo de financiación define el *shadow banking* como:

"Cualquier sistema de intermediación crediticia que implica a entidades y actividades fuera del sistema bancario regulado"

Esta definición, que en principio puede parecer muy amplia, conlleva dos implicaciones que la acotan:

- La primera es el concepto de intermediación: sólo las entidades y actividades que intervienen en la concesión de crédito (ya sea directamente o como parte del proceso) o estén involucrados en la facilitación de su intermediación entrarían en esta definición.
- Y la segunda es que esta financiación estaría al margen del sistema bancario regulado lo que ha implicado una creciente atención por parte de las diferentes autoridades reguladoras por analizar estás vías de financiación e implementarlas de la transparencia y seguridad necesarias.

Al realizar funciones de intermediación financiera y a pesar de no estar regulados como entidades bancarias, las funciones típicas de la banca en la sombra cubren aspectos muy similares a las de la banca tradicional (Comisión Europea):

- Toman fondos de manera similar a como los bancos toman depósitos;
- Asumen el riesgo de crédito de los prestatarios;
- Se benefician de la transformación de vencimientos (tomar fondos a corto y prestar a largo plazo) y de liquidez (convirtiendo activos financieros poco líquidos en títulos negociables a través de la titulización)
- Realizan operaciones de apalancamiento para financiar la inversión directa o indirecta en activos.

Por lo tanto, la banca en la sombra puede ser un complemento a la tradicional financiación bancaria y permitir la expansión del crédito, dotar de mayor liquidez al sistema y permitir diversificar riesgos al disminuir la concentración de crédito de las empresas.

Es por eso que, a pesar de las connotaciones negativas que han recaído sobre el concepto de *shadow banking* por la opacidad que del propio nombre se desprende y por la asociación con algunos instrumentos que desencadenaron la crisis de 2007, estas alternativas de financiación no pueden dejar de considerarse como una parte complementaria al sistema financiero, de creciente importancia y que desarrolladas de manera correcta podrían favorecer el crecimiento de las economías europeas, en un contexto en el que los crecientes requerimientos prudenciales sobre las entidades financieras probablemente limitarán, en cierta medida, la oferta de crédito bancario a futuro.

[8] Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board. 12 de Abril 2011.

***Nota 3. **Principales iniciativas a nivel internacional y europeo en materia de shadow banking.**

A nivel internacional:
El Fondo de Estabilidad Financiera (FSB según sus siglas en inglés) estableció en 2011 cinco grupos de trabajo con el fin de analizar diferentes aspectos relacionados con el *shadow banking* y realizar propuestas legislativas:

- **Grupo 1:** Interacciones de la banca con las entidades del *shadow banking*, grupo dirigido por el Comité de Basilea (BCBS).
- **Grupo 2:** La reforma regulatoria de los Fondos del Mercado Monetario [9], grupo dirigido por IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores).
- **Grupo 3:** La regulación de otras entidades que realizan actividades de *shadow banking* (distintas de los fondos), grupo de trabajo dentro del propio FSB.
- **Grupo 4:** La regulación de la titulización, encabezado por IOSCO en colaboración con el BCBS.
- **Grupo 5:** La regulación de operaciones repo y préstamo de valores, grupo de trabajo dentro del propio FSB.

A nivel Europeo:
La Comisión Europea ha adoptado un plan de trabajo para abordar los riesgos inherentes al Sistema bancario en la sombra. Estas son las últimas iniciativas llevadas a cabo:

- Consulta en materia de titulización: propuesta para un marco europeo de titulación simple, transparente y estandarizada (febrero 2015).
- Propuesta en materia de transparencia en la operaciones de financiación de valores (enero 2014).
- Comunicación sobre el sistema bancario en la sombra y Proyecto de Reglamento sobre los fondos del mercado monetario (septiembre 2013).
- Libro verde sobre el sistema bancario en la sombra (marzo 2012).

9. Financiación alternativa a la bancaria: principales magnitudes

Si bien, como se ha visto en el apartado anterior, es difícil acotar las actividades que se engloban dentro del concepto de banca en la sombra (en adelante financiación alternativa o intermediación financiera no bancaria), el FSB ha venido realizando desde 2011 una labor importante de análisis del tamaño y profundidad de este mercado en las principales economías mundiales[10].

9 Money Market Funds

[10] 25 países y la zona del euro al completo, que en términos relativos representan en torno a un 80% del PIB mundial y un 90% del sistema financiero (*Global Shadow Banking monitoring report* 2014).

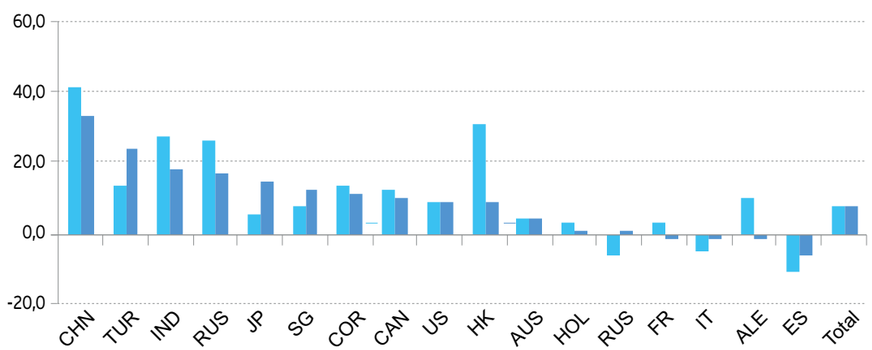
Según nomenclatura del FSB, la intermediación financiera no bancaria se mide por los activos mantenidos por "Otras Instituciones Financieras" (OFIs), que incluyen al total de intermediarios financieros no bancarios a excepción de compañías de seguros, fondos de pensiones e instituciones financieras públicas.

Según las estimaciones del FSB, en 2013 (último año disponible) la intermediación no bancaria alcanzó un volumen total 75,2 billones de dólares en activos, 4,8 billones más que en 2012.

Este comportamiento ha permitido que, desde 2008, se observe una tendencia positiva en el peso de la financiación no bancaria sobre el total de activos financieros en detrimento de la financiación bancaria. No obstante, esto ocurre todavía a ritmos muy moderados: de 2008 a 2014 el peso de la financiación no bancaria habría incrementado en 100pb hasta representar un 24,6% del total de la financiación, mientras que el peso de la financiación bancaria se habría reducido desde el 46,8% al 45,6%.

En España, no obstante, estos resultados no son todavía visibles. La financiación no bancaria se redujo en 2013 un 6,1% y el peso de estos activos sobre el total de activos financieros se redujo respecto a 2008 de un 20,3% a un 15,8% mientras que el peso de los activos bancarios todavía representa un 64,8% del sistema (66,7% en 2008).

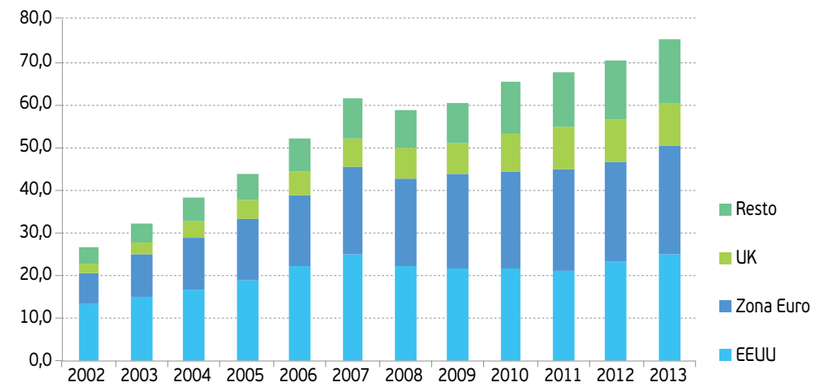
Gráfico 21: **Crecimiento anual de los intermediarios no financieros por países (OFI), porcentaje.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FSB: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.

Respecto a la distribución por países de estos activos, la zona euro, EEUU y Reino Unido representan las tres grandes economías del sector OFI, representando en conjunto un 80% del total de la financiación no bancaria. Frente a este dato, destaca que el peso conjunto de estas tres mismas economías sobre el total de activos bancarios es más modesto y se sitúa en el 53%.

Gráfico 22: **Activos totales intermediarios no bancarios, billones de euros.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FSB: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.

Finalmente, los subsectores que conformarían la intermediación no bancaria son, en orden de importancia, los fondos de inversión (capital, renta fija y otros) que representaron en 2013 un 38% del total de los activos financieros no bancarios, los bróker o *dealers* con un peso del 15%, y, en tercer lugar, los Vehículos de Financiación Estructurada, que representarían el 8% del total de activos.

Aunque estos datos todavía son muy preliminares y tal y como el propio FSB admite, tendrán que ir depurándose y perfeccionándose en los próximos años, sirven para caracterizar la importancia de la financiación alternativa (no bancaria), identificar cuáles son sus principales protagonistas, y observar las principales tendencias de evolución en las diferentes economías.

10. Mercados alternativos de deuda corporativa

Los mercados de deuda corporativa ofrecen una enorme gama de oportunidades de financiación para la empresa.

Atendiendo a su plazo de vencimiento se distinguen tres tipos de instrumentos:

- **Pagarés:** cubren necesidades de financiación a corto plazo y se emiten con un plazo no superior a un año. Los pagarés de empresas se emiten al descuento, obteniendo por lo tanto un rendimiento implícito (la diferencia entre su valor nominal y su precio de adquisición).
- **Bonos:** tienen una duración media de entre 1 y 5 años. Generalmente las emisiones de bonos conllevan la promesa de pago de unos intereses (cupón) con una periodicidad determinada y de

repago del capital principal a vencimiento. El rendimiento de un bono será calculado tomando en cuenta, el precio de compra, el vencimiento y el cupón.

- **Obligaciones:** mismas características que los bonos si bien su duración es de largo plazo (más de 5 años). El riesgo de bonos y obligaciones se determina por su calificación crediticia, otorgada por una de las agencias de calificación o *rating*.

Las finalidades a cubrir con la emisión de deuda pueden ser muy diversas y normalmente, especialmente en el caso de bonos y obligaciones, son comunicadas a los inversores. Entre otros, las emisiones de deuda permiten a la empresa realizar inversiones para la expansión y desarrollo del negocio, refinanciar deuda existente, gestionar el perfil de vencimiento y la liquidez de su balance.

También el espectro inversor es diverso, y se puede clasificar en función de varios criterios como son: inversor colectivo o individual, y dentro de los individuales, inversor persona física o inversor institucional. Así mismo los inversores pueden ser nacionales o extranjeros.

Existe un mercado primario de deuda y un mercado secundario donde se negocian, tras su emisión, los títulos. Los sistemas donde se negocian los valores pueden ser oficiales o no oficiales, y dentro de los "no oficiales" individuales o multilaterales.

Tradicionalmente, han sido las grandes empresas, y dentro de estas las cotizadas, las que se han podido beneficiar de esta alternativa de financiación al tener estructura suficiente para cubrir las gestiones administrativas y de transparencia ligadas a una emisión de renta fija, y al tener necesidades de financiación suficientes para cubrir los volúmenes de emisión de referencia o *benchmark* de los mercados.

No obstante, especialmente desde la erupción de la crisis financiera de 2007 y en respuesta a las restricciones en la financiación bancaria, han surgido en Europa distintos mercados alternativos de deuda dotados de mayor flexibilidad y destinados a facilitar financiación a una gama más amplia de empresas. El Mercado Alternativo de Renta Fija Español (MARF), creado en octubre de 2013, es un ejemplo reciente de este tipo de mercados, si bien no el primero.

Estos mercados tratan de simplificar los requisitos de admisión para las empresas, ofreciendo una serie de ventajas frente a los mercados tradicionales (Lamothe y Monjas, 2013).

Los mercados alternativos de deuda corporativa, entrarían en la categoría de no regulados aunque dependen en su gestión de un mercado oficial (ver tabla 4 a continuación). Normalmente se organizan como "sistemas multilaterales de negociación", lo que permite dotarlos de mayor flexibilidad y establecer reglas y procedimientos diseñados a medida de las empresas que participan en ellos. Al mismo tiempo, proveen a los valores de un mercado secundario que asegura su negociación cumpliendo con los mismos estándares de calidad que se aplican en sus homólogos oficiales, reduciendo la prima de riesgo por iliquidez para estas emisiones.

■ Tabla 4: **Principales mercados de deuda europeos**

Nombre del Mercado	País	Grupo	Año creación
Nordic ABM	Noruega	OSLO BØRS	2005
BondM	Alemania	Börse Stuttgart	2010
Frankfurter Wertpapierbörse	Alemania	Börse Frankfurt	2010
Mittelstandsmarkt	Alemania	Börse Düsseldorf	2010
Order book for Retail Bonds, ORB	Reino Unido	London Stock Exchange	2010
Alternext	París, Amsterdam, Bruselas, Lisboa	Euronext	2012 (segmento de bonos)
Extramot pro	Italia	Borsa d'Italia	Abril 2013
MARF	España	BME	Octubre 2013

Fuente elaboración propia.

El MARF español, desarrollado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), comparte gran parte de las características de estos mercados y persigue los mismos objetivos, es decir, facilitar a las empresas la captación de financiación a través de la emisión de instrumentos de renta fija.

No obstante, una característica diferencial del MARF respecto a los otros mercados es que es el único de ellos dirigido exclusivamente a inversores institucionales. A través de este requisito, que en principio limita la base inversora, el mercado garantiza que los riesgos se distribuyen entre inversores cualificados con conocimientos para invertir de manera profesional.

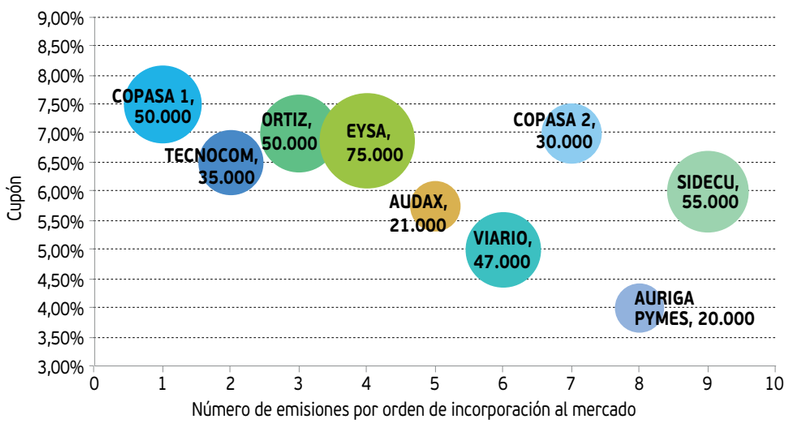
En su primer año de creación, contado desde octubre de 2013 a octubre de 2014 admitió a negociación emisiones de bonos y obligaciones por un volumen total de 231 millones de euros[11] y dos programas de pagarés[12] por un importe máximo de 130 millones de euros (ambos programas posteriormente ampliados hasta 275 millones de euros en total).

Estos volúmenes se sitúan ligeramente por debajo de los registrados, por ejemplo, por el ABM noruego en su primer año completo de funcionamiento (aproximadamente 500 millones de euros –60,9 millones de coronas danesas– en 2006) o los mercados de empresas *mid-market* alemanes (713 millones en 2010). Por otra parte, el EXTRAMOT italiano ha tenido mucho éxito en su implantación y en su primer año de funcionamiento (abril 2013-abril 2014) captó 3.188 millones de euros, a través de emisiones públicas y colocaciones privadas.

[11] Copasa, Tecnocom, Ortiz, EYSA y Audax.
[12] Elecnor, Tubacex

Volviendo al MARF, el tamaño medio de las emisiones registradas hasta la fecha ha sido de 42,5 millones de euros. En el gráfico 23 a continuación se pueden observar las emisiones de bonos y obligaciones listadas hasta las fecha por tamaños. Es previsible que en el próximo año siga incrementando la diversidad de operaciones al igual que ha ocurrido, por ejemplo, en Extramot italiano, donde el tamaño de las emisiones va desde los 100 millones de euros a emisiones de 5 y 15 millones de euros.

Gráfico 23: **Emisiones de bonos y obligaciones en el mercado MARF (miles de euros)**



Fuente elaboración propia, datos BME.

*Cupón Auriga Pymes, cupón actual (abril 2014)

Finalmente, el MARF se ha caracterizado por una gran variedad en las características de los instrumentos registrados, en términos de estructura (garantizada/no garantizada), cupón (fijo/flotante) y sistema de amortización *(amortizing/bullet)*. Las últimas emisiones registradas, han sido de instrumentos más novedosos como son la titulización de derechos de cobro (Auriga) y los bonos de proyecto o *Project bond* (Viario A-31).

Es previsible que a lo largo del próximo año el mercado se centre en estos tipos de productos, que solucionan necesidades de financiación que todavía no están siendo cubiertas por la banca de forma eficiente y que son muy ventajosas para las empresas. También se prevé que incrementen las emisiones de pagarés, mientras que las emisiones de bonos y obligaciones podrían tener menos protagonismo y concentrarse en empresas de nicho.

***Nota 4. **Proceso de emisión y principales participantes del Mercado alternativo de Renta fija.**

•Puede acceder al MARF **cualquier entidad emisora** que no tenga ninguna restricción legal o estatutaria que le impida la negociación y transmisibilidad de los valores de renta fija que emita.

• **La solicitud de incorporación la podrá hacer la propia empresa,** uno de los Miembros del Mercado o, en el caso de titulizaciones, la sociedad gestora de fondos de titulización.

• Entre la documentación que la empresa deberá aportar en el momento de la solicitud de incorporación de los valores destaca el **Informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión** *(rating)* o informe de solvencia emitido por una entidad registrada y certificada por ESMA.

También la empresa deberá aportar sus **cuentas anuales debidamente auditadas** de los últimos dos ejercicios (con excepciones en el caso de titulizaciones). En este sentido, es fundamental que el informe de auditoría no contenga **ninguna salvedad.**

• La empresa también deberá escoger a un **Asesor Registrado**, que es un especialista en el mercado de capitales, que **le acompañará y guiará** durante todo el proceso de emisión y que será el encargado de vigilar que se cumplan todos los requisitos de información y acceso al mercado.

• Cuando se recibe la solicitud de incorporación al mercado, una **Comisión de Incorporación** de Valores se encargará de evaluar si los valores negociables reúnen los requisitos exigidos para su incorporación y elevará la solicitud al **Consejo de Administración,** que se pronunciará sobre las emisiones **en el plazo máximo de un mes.**

• En total, el proceso de emisión puede extenderse unas 6-8 semanas, lo que supone una **agilización significativa** respecto a los mercados de cotización oficiales.

• Cuando los valores se incorporan al mercado, las empresas adquieren ciertas **responsabilidades y obligaciones de información ante el mercado y sus participantes.** Así, por ejemplo, las empresas emisoras deben remitir de manera continuada al mercado sus **estados financieros anuales** y comunicar cualquier **"hecho relevante"** que pudiera tener un efecto en el precio de los activos admitidos a cotización (modificaciones en los estatutos, órganos de gestión, estructura financiera de la empresa, etc.).

Anexo 1: Tabla emisiones inaugurales de bonos y obligaciones llevadas a cabo por empresas españolas 2013-1t2015.

	Emisor	Fecha emisión	Plazo (años)	Cupón (%)	Tamaño (miles)	Moneda	*Rating*
1	Atento	29/01/2013	7,0	7,38	222.552	USD	BB
2	Ferrovial	30/01/2013	5,0	3,38	500.000	EUR	BBB
3	Ence	01/02/2013	7,0	7,25	250.000	EUR	BB-
4	Prosegur	02/04/2013	5,0	2,75	500.000	EUR	BBB
5	Gestamp	10/05/2013	7,0	5,63	269.770	USD	BB
6	Gestamp	10/05/2013	7,0	5,88	500.000	EUR	BB
7	Grupo Avanza	31/05/2013	6,0	9,50	175.000	EUR	B-
8	Grupo Avanza	31/05/2013	5,0	7,50	315.000	EUR	B+
9	Ferrovial	07/06/2013	8,0	3,38	500.000	EUR	BBB-
10	Madrileña Red de Gas	11/09/2013	5,0	3,78	500.000	EUR	BBB-
11	NH Hotel	08/11/2013	6,0	6,88	250.000	EUR	B
12	NH Hotel	08/11/2013	5,0	4,00	250.000	EUR	B
13	Empark	18/12/2013	6,0	5,53	150.000	EUR	BB-
14	Empark	18/12/2013	6,0	6,75	235.000	EUR	BB-
15	PortAventura	19/12/2013	6,0	5,67	150.000	EUR	B-
16	PortAventura	19/12/2013	7,0	7,25	270.000	EUR	B-
17	COPASA	19/12/2013	5,0	7,50	50.000	EUR	BB
18	Grupo Isolux Corsan	20/03/2014	7,0	6,63	850.000	EUR	B
19	Grupo Antolin	21/03/2014	7,0	4,75	400.000	EUR	BB-
20	Almirall	27/03/2014	7,0	4,63	325.000	EUR	BB-
21	Aldesa	03/04/2014	7,0	7,25	250.000	EUR	B
22	Redexis Gas	08/04/2014	7,0	2,75	650.000	EUR	BBB
23	TECNOCOM	08/04/2014	5,0	6,50	35.000	EUR	BB+
24	Grupo Ortiz	03/07/2014	5,0	7,00	50.000	EUR	BB+
25	Ferrovial	15/07/2014	10,0	2,50	300.000	EUR	BBB
26	DIA	22/07/2014	5,0	1,50	500.000	EUR	BBB-
27	EYSA	23/07/2014	7,0	6,88	75.000	EUR	BB+
28	Acerinox	25/07/2014	10,0	5,00	75.000	EUR	-
29	Audax	29/07/2014	5,0	5,75	21.000	EUR	BB+
30	Aigües de Barcelona	15/09/2014	7,0	1,94	200.000	EUR	BBB+
31	Viario A31	25/11/2014	10,0	5,00	47.000	EUR	BBB
32	COPASA	19/12/2014	6,0	7,00	30.000	EUR	BB
33	Acerinox	23/12/2014	4,0	1,77	50.000	EUR	-
34	Hipercor	19/01/2015	7,0	3,88	600.000	EUR	-
35	Canal de Isabel II	26/02/2015	10,0	1,68	500.000	EUR	BBB
36	Sidecu	18/03/2015	5,0	6,00	55.000	EUR	BB

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Anexo 2: Tablas de *rating* principales agencias internacionales y Axesor, primera agencia de calificación crediticia española.

	S&P	Moodys	Fitch	Axesor	Significado
Grado de inversión	AAA	Aaa	AAA	AAA	Máxima calidad crediticia
	AA+	Aa1	AA+	AA+	Nivel muy alto Mantiene un nivel muy alto de capacidad para atender sus obligaciones crediticias incluso en el supuesto de cambios en el entorno económico.
	AA	Aa2	AA	AA	
	AA-	Aa3	AA-	AA-	
	A+	A1	A+	A+	Nivel alto Elevada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de crédito. Sin embargo, esta calificación puede deteriorarse en caso de cambios moderadamente adversos en el entorno económico
	A	A2	A	A	
	A-	A3	A-	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	Nivel medio/alto Más que adecuada capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros. Sin embargo, esta capacidad tiene mayor probabilidad para deteriorarse en el medio o largo plazo que en categorías superiores.
	BBB	Baa2	BBB	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	
Grado especulativo o de alto rendimiento	BB+	Ba1	BB+	BB+	Nivel medio Adecuada capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras.
	BB	Ba2	BB	BB	
	BB-	Ba3	BB-	BB-	
	B+	B1	B+	B+	Nivel medio/bajo A pesar de que la capacidad de hacer frente a los pagos de las obligaciones no es problemática en la actualidad, esta capacidad puede no prolongarse durante un periodo largo en el tiempo.
	B	B2	B	B	
	B-	B3	B-	B-	
	CCC+	Caa1	CCC+	CCC+	Nivel bajo Baja capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras. Dependencia de entornos económicos favorables.
	CCC	Caa2	CCC	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	CCC-	

Fuente: Elaboración propia, significados Axesor.

Anexo 3: Listado de emisiones MARF según características del instrumento

Emisor	Instrumentos	Sector	*Rating*	Garantías
AUDAX	Bonos y Ob.	Energía y agua	BB+ Axesor	senior unsecured
AURIGA PYMES	Titulización	Entidades de financiación	-	-
BARCELÓ	Pagarés	Hotelero	-	-
COPASA	Bonos y Ob.	Construcción	BB Axesor	senior unsecured
COPASA	Bonos y Ob.	Construcción	BB Axesor	senior unsecured
COPASA	Pagarés	Construcción	BB Axesor	senior unsecured
ELECNOR	Pagarés	Metal mecánica	-	-
EUROPAC	Pagarés	Papel	-	-
EYSA	Bonos y Ob.	Concesiones, servicios	BB+ Axesor	senior unsecured
ORTIZ	Bonos y Ob.	Construcción	BB Axesor BB- Scope	senior unsecured
SIDECU	Bonos y Ob.	Centros deportivos y gimnasios	BB Axesor	senior secured
TECNOCOM	Bonos y Ob.	Nuevas tecnologías	BB+ Axesor BB Scope	senior unsecured
TUBACEX	Pagarés	Metal mecánica	-	-
VIARIO	Bonos y Ob.	Transportes y Comunicaciones	BBB Axesor	senior secured

Fuente elaboración propia, datos BME.

Anexo 4: Listado de Miembros del Mercado y Asesores Registrados del MARF

1. Relación de Asesores Registrados (Actualizado a abril 2015)

ARCANO	Arcano Valores, AV	Sabadell	Banco Sabadell
solventis	Solventis, AV	Afi	Afi (Analistas Financieros Internacionales)
KPMG	KPMG Asesores	DIDENDUM	Didendum Asesor Registrado
Deloitte.	Deloitte Advisory	renta4banco	Renta 4 Banco
Grupo Ahorro Corporación	Ahorro Corporación Financiera, SV	RIVA Y GARCIA	Riva y García-1877, SV
GVC Gaesco	GVC Gaesco Valores SV	VGM Advisory Partners	VGM Advisory Partners
AURIGA GLOBAL INVESTORS	Auriga Global Investors, SV	BancaMarch	Banca March
pwc	Pricewaterhouse-Coopers, Asesores de negocios	norbolsa BROKER	Norbolsa, SV
TREA CAPITAL PARTNERS, S.V.	Trea Capital Partners, SV	PKF ATTEST	PKF Attest Servicios Empresariales
im intermoney Titulización	Intermoney Titulización, SGFT	N+1	Nmás1, Corporate Finance
EBN BANCO	EBN Banco de Negocios	InterMoney	Intermoney Valores, SV

2. Relación de Miembros del Mercado

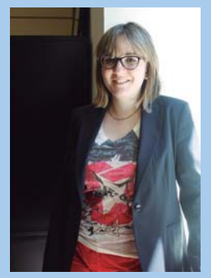
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Bankia	Bankia
renta4banco	Renta 4 Banco
Banco Popular	Banco Popular Español
Espirito Santo Investment Bank	Espiritu Santo de Investimento, SE
Caja de Ingenieros	Caja de Crédito de los Ingenieros
bekafinance	Beka Finance, SV
CaixaBank	Caixabank
im valores sv intermediación	Intermoney Valores, SV
Santander Securities Services	Santander Securities Services
Sabadell	Banco Sabadell
ABANCA	ABANCA Corporación Bancaria
Grupo Ahorro Corporación	Ahorro Corporación Financiera, SV
GVC Gaesco	GVC Gaesco Valores, SV
Santander	Banco Santander
Auriga Global Investors	Auriga Global Investors, SV
NOR BOLSA	Norbolsa, SV
BancaMarch	Banca March
JBCapitalMarkets	JB Capital Markets, SV
bankinter	Bankinter

Bibliografía

- AFME, febrero 2015, *Bridging the growth gap: Investor views on European and US capital markets and how they drive investment and economic growth.*
- AFME, junio 2014, *High-quality securitisation for Europe.*
- AFME, *Securitisation Data Report Q4: 2014.*
- Arce Ó., Ispierto A. y Martín R., mayo 2012, *Hacia mercados secundarios de titulización líquidos y eficientes,* Revista de estabilidad financiera núm. 22 Banco de España.
- Banque de France, 2015, *BACH Datatabase (Bank for the Accounts of Companies Harmonized).*
- BCE, octubre 2014, *Bank Lending Survey 3rd Quarter 2014.*
- BDE, Boletín estadístico y Central de Balances.
- CNMV, *Estadísticas sobre Fondos de titulización de activos.*
- Comisión Europea, 2014, *Survey on the access to finance of enterprises.*
- Comisión Europea, febrero 2015, *Consulta pública sobre titulización.*
- Comisión Europea, febrero 2015, *Green Paper Building a Capital Market Union.*
- Comisión Europea, *SMEs' Access to Finance Survey 2011.*
- ECB, *Statistical Data Warehouse.*
- Federal Reserve Statistical Release, 2005-2014, *Financial Accounts of the United States.*
- *FSB,* abril 2011, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board.*
- FSB, octubre 2014, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.*
- Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, 2014, *Los retos de la financiación del sector empresarial.*
- ICMA, febrero 2015, *Pan-European Corporate Private Placement Market Guide.*
- ICMA, Julio 2014, *Quarterly Report Third Quarter 2014.*
- Lamothe, P. y Monjas M., octubre 2013, *Mercados alterativos de deuda para la financiación de la pyme: análisis, perspectivas y propuestas,* Revista ICE nº 874.
- Losada R., octubre 2006, *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero,* Monografía nº14 CNMV.
- Nordic abm, diciembre 2011, *The Oslo Bors alternative marketplace for fixed income instruments.*
- Politécnico di Milano - Dipartimento di Ingegneria Gestionale, febrero 2015, *Osservatorio Mini-bond - Iº Report italiano sui Mini-Bond.*
- Revello de Toro Cabello, J.M., 2013, *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión,* Delta Publicaciones.
- Segoviano M., Jones B., Lindner P. y Blankenheim J., Noviembre 2013, *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead,* IMF Working Paper.
- Otras fuentes de datos: Dealogic, Bloomberg, Eurostat, BME.

MODIFICACIONES Y POSIBILIDADES LEGISLATIVAS RECIENTES PARA IMPULSAR LA FINANCIACIÓN A LA EMPRESA

Judith Arnal Martínez
S. G. Asuntos Económicos y Financieros del a UE



Técnico Comercial y Economista del Estado (número 2 de su promoción), licenciada en Derecho y Economía por la Universidad de Navarra (ambas con Premio Extraordinario Fin de Carrera) y Máster en Gestión de Carteras por el IEB, desempeña su actividad profesional en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, perteneciente al Ministerio de Economía y Competitividad.

Soledad Rodríguez Fernández[13]
S. G. de Legislación y Política Financiera

Licenciada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE), ingresó en el Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado en 2008. Desde esa fecha y hasta la actualidad su actividad se ha desarrollado en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, en la Subdirección General de Legislación y Política Financiera, en el área de regulación del mercado de valores.

[13] Agradecimientos a nuestros compañeros de la Subdirección General de Legislación y Política Financiera en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera: Fernando Álvarez-Cienfuegos, Elena Aparici, Antonio Bravo, Laura Díez, Alberto Martín del Campo y Ángel Sánchez.

Contenidos

1. Introducción: Justificación general de las medidas 60
2. Medidas para favorecer el acceso a la financiación bancaria 62
3. Medidas para fomentar el acceso a la financiación alternativa 65
4. Medidas para facilitar la financiación de las entidades de crédito 69
5. Medidas para incentivar el desapalancamiento de las empresas 74
6. Conclusión 79
Bibliografía 81

1. Introducción: Justificación general de las medidas

Las fuertes restricciones de crédito que experimentó el sector financiero español desde 2007 se han transmitido de manera rápida e intensa a la economía real española, impactando en las tasas de crecimiento y el nivel de empleo a un nivel más elevado que en otros países de nuestro entorno. A este hecho han contribuido varios elementos de la estructura económica española, entre los que destacamos tres: la fuerte dependencia de las empresas de la financiación bancaria, la articulación del tejido empresarial en torno a las pequeñas y medianas empresas (en adelante, pymes) y el alto grado de apalancamiento de las empresas.

Las empresas españolas han acudido tradicionalmente al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión y su operativa corriente. Esta dependencia es todavía más acusada en el caso de las pymes, para las que la financiación bancaria llega a suponer el 70% de sus recursos[14]. Su pequeño tamaño hace más costoso para las entidades valorar su solvencia, de forma que, las operaciones con este tipo de empresas generan más riesgo para los proveedores de financiación. En consecuencia, las restricciones en el crédito se dejan notar antes y en mayor medida sobre ellas.

Por otra parte, este grupo de empresas, que constituye más del 90% del tejido empresarial español, es el principal responsable de la generación de empleo (63% en 2013) y del valor añadido bruto (65% en 2011)[15]. La combinación de estos dos elementos permite explicar el fuerte impacto de la crisis financiera sobre la economía real española.

La acuciante situación que han experimentado las pymes hace necesario buscar soluciones en el corto plazo, favoreciendo su acceso a la financiación bancaria, que es la que suelen utilizar este grupo de empresas debido a los altos costes que entrañan las emisiones de escaso volumen en los mercados de capitales.

Pero el objetivo prioritario es, sin duda, sentar las bases para la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas españolas, favoreciendo su acceso a formas de financiación alternativas al crédito bancario. Se trata de una meta a alcanzar en el medio plazo, en tanto es necesario cambiar la cultura empresarial española, poco acostumbrada a acudir a estos mecanismos, así como dar tiempo a que se desarrollen estos sectores financieros, tras las reformas que se plantean.

Así, se han introducido medidas para fortalecer la situación de las pymes y los autónomos frente a las entidades de crédito, creando las figuras del preaviso y de la "Información financiera-PYME". Además, se ha reforzado la situación de las Sociedades de Garantía Recíproca y se ha establecido un nuevo régimen jurídico para los Establecimientos Financieros de Crédito.

[14] Banco de España, Central de Balances (2012).
[15] Subdirección General de apoyo a la pyme (2013).

En cuanto a la diversificación de las fuentes de financiación, en primer lugar, resulta necesario destacar las reformas dirigidas a flexibilizar el régimen español del capital riesgo. En segundo lugar, hay que hacer referencia a las medidas destinadas a facilitar el acceso de las empresas españolas a los mercados de capitales, mediante la emisión de recursos propios y de obligaciones tanto en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, como fuera de ellos. Por último, España es uno de los pocos países europeos que, en breve, contará con un régimen jurídico propio para el *crowdfunding*, nueva forma de financiación muy centrada en las nuevas tecnologías y que puede ser clave para negocios de pequeña dimensión.

Lamentablemente, los problemas en el acceso al crédito no sólo han afectado a las empresas no financieras. De hecho, las entidades de crédito españolas vieron su acceso a los mercados financieros severamente recortado durante los años de mayores tensiones financieras. Como ya se ha mencionado anteriormente, la estructura económica española favorece que las tensiones financieras de las entidades de crédito se trasladen inexorablemente a la economía real. Ante esta situación, las autoridades españolas han optado por reformar e introducir, respectivamente, las figuras de las cédulas y bonos de internacionalización, como forma de facilitar simultáneamente, la financiación de las entidades de crédito y de las empresas exportadoras. Asimismo, dada la importancia que las titulizaciones tuvieron como fuente de financiación para las entidades de crédito durante los años de bonanza y su hundimiento posterior, en abril de 2015 entró en vigor un nuevo régimen jurídico para estos valores, que pretende revitalizar este mercado. Además, parece que las reformas en este ámbito no han acabado, dada la consulta pública presentada por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en octubre de 2014, acerca de las formas de mejorar el diseño regulatorio de los bonos garantizados.

Aunque la adopción de medidas que traten de fomentar el acceso a la financiación resulta de vital importancia, éstas no pueden tener los efectos deseados si el régimen de insolvencia no es claro y eficiente. Es fundamental que el acreedor conozca de antemano qué posibilidades tiene de recuperar su crédito: cuanto mayor sea la probabilidad de recobro y cuanto más eficiente y rápido sea el procedimiento de insolvencia del deudor, mayores serán las posibilidades de que el crédito fluya libremente y a un coste más reducido en la economía.

A la importancia que el funcionamiento eficiente del procedimiento concursal tiene sobre la concesión de crédito, habría que sumar el importante nivel de apalancamiento acumulado por la economía española durante los años del *boom*. En 2009, la deuda privada del sector privado español se encontraba en el 202,4% del PIB, cifra muy superior a la de los principales socios de la zona euro. Un excesivo nivel de endeudamiento dificulta la liberación de recursos hacia actividades productivas, lo que introduce obstáculos para el crecimiento de cualquier economía.

Ante la necesidad de dotar a la economía española de un procedimiento concursal eficiente que garantice su progresivo desapalancamiento y el flujo de crédito hacia actividades productivas, se han aprobado diversas normas en los últimos meses que fomentan la realización de acuerdos preconcursales y mejoran el funcionamiento del procedimiento concursal.

Las reformas citadas, que serán objeto de desarrollo en este artículo, se han llevado a cabo a través de la aprobación de distintos textos normativos.

2. Medidas para favorecer el acceso a la financiación bancaria

Las pymes han sido las empresas que se han visto más afectadas por las restricciones crediticias desde el inicio de la crisis en 2008, al ver limitado su acceso a la financiación bancaria tanto en términos de cantidad, como de precio[16]. Su menor tamaño dificulta también el recurso a los mercados de capitales, donde el coste para emisiones de menor cuantía es excesivamente alto. Es por este motivo por el que, sin perder de vista la necesidad de diversificar sus fuentes de financiación de manera estructural, en el corto plazo es necesario introducir medidas que faciliten su acceso al crédito bancario. Esto permitirá además, que las pymes contribuyan al crecimiento económico, recuperando su tradicional labor en la creación de empleo.

MEDIDAS PARA FACILITAR EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Objetivo 1: Favorecer el acceso a la financiación bancaria	
Medida	Cuerpo normativo en el que se incluye
Preaviso e Información financiera-PYME	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Reforma de las Sociedades de Garantía Recíproca y CERSA	Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Régimen de los Establecimientos financieros de crédito	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Objetivo 2: Fomentar el acceso a la financiación alternativa	
Medida	Cuerpo normativo en el que se incluye
Flexibilización del régimen de capital-riesgo	Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
Potenciación de los SMN donde se negocian acciones	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Facilitación de las emisiones de bonos y pagarés en SMN	Ley 11/2013, de 26 de julio, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y de la creación de empleo. Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
Reforma del régimen general de emisión de obligaciones	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Establecimiento de un régimen jurídico para el *crowdfunding*	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Objetivo 3: Facilitar la financiación de las entidades de crédito	
Revisión del régimen de las titulizaciones	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
Creación de las cédulas y bonos de internacionalización	Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
Posible reforma de los bonos garantizados	Consulta pública.
Objetivo 4: Incentivar el desapalancamiento de las empresas	
Fomento de los acuerdos preconcursales	Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.
Mejora del procedimiento concursal	Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.
Segunda oportunidad	Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.

2.1. Preaviso e Información financiera-PYME

Estas medidas han sido incluidas fundamentalmente en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante Ley de fomento de la financiación empresarial). Este desarrollo normativo impone a las entidades de crédito, en primer lugar, la obligación de que den un preaviso de al menos tres meses a aquellas pymes cuyo flujo de financiación va a ser cancelado o reducido en más de un 35%. De esta manera, las empresas tendrán tiempo suficiente para buscar otras fuentes de financiación, bancarias o no, y comparar las condiciones que esas alternativas ofrecen. Esta primera obligación se complementa con

[16] Banco de España, varios años.

la exigencia de que las entidades entreguen a las empresas la denominada "Información Financiera-PYME". Se trata de un documento donde queda reflejada toda la información que ha recabado la entidad sobre la pyme y que incluye, entre otros, las cuatro últimas declaraciones de datos relativas a la pyme, así como las correspondientes al final de cada trimestre de los últimos cinco años anteriores a la notificación, remitidas por la entidad de crédito a la Central de Información de Riesgos del Banco de España, así como los datos comunicados a empresas que se dediquen a la prestación de servicios de información sobre la solvencia patrimonial y el crédito. El documento deberá incluir, además, el historial crediticio de la pyme, teniendo en cuenta no sólo los impagos, sino también una relación de los créditos históricos y vigentes; el extracto de los movimientos realizados en el último año relacionados con el flujo de financiación y, finalmente, la calificación del riesgo de la pyme, según el estándar determinado por el Banco de España.

La Información Financiera-PYME deberá elaborarse conforme a los criterios y el formato que establezca el Banco de España, configurándose como un documento que permite identificar de manera clara, sencilla y homogénea, la solvencia crediticia de las pymes españolas. Deberá ser entregado de manera gratuita a las pymes cuya financiación vaya a ser cancelada o reducida significativamente. No obstante, podrá ser solicitado por la pyme en cualquier otro momento, si bien, en ese caso, tendrá que asumir el coste de su elaboración.

Constituye, pues, este documento una herramienta esencial a la hora de reducir las asimetrías de información sobre la solvencia de las pymes, que es uno de los problemas fundamentales a los que se enfrentan estas empresas en el acceso a la financiación. La posibilidad de acudir a otros oferentes de crédito con una información clara y comparable redundará, en el largo plazo, en una reducción de los tipos de interés, al favorecer la competencia en el sector y reducir los costes de búsqueda tanto para las empresas como para los financiadores.

2.2. Reforma de las Sociedades de Garantía Recíproca y CERSA

A este mismo objetivo de reducir el coste de la financiación para las pymes contribuirá la reforma que se está llevando a cabo en España de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

El sector de la SGR se caracterizaba por ser especialmente atomizado (23 SGR, por lo que había Comunidades Autónomas que contaban con más de una SGR), lo que aumentaba su vulnerabilidad e impedía su actuación como elemento de contrapeso frente a posibles dificultades en el acceso al crédito por parte de las pymes. Por ello, la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, incorporó las medidas necesarias para fomentar procesos de fusión entre las SGR españolas o de dotación de recursos adicionales por sus socios. Estas medidas consisten concretamente en la fijación de los recursos propios mínimos de las SGR en 15 millones de euros y el aumento de su capital social mínimo de 1,8 a 10 millones de euros. El plazo para el cumplimiento de estos requisitos finalizó el pasado 28 de febrero de 2015, habiéndose registrado 3 procesos de fusión y 11 de aportación de recursos adicionales.

Lejos de finalizar con el impulso reformista que la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, puso en marcha para el sector de las SGR, la Ley de fomento de la financiación empresarial introduce nuevas medidas en dos frentes. Por un lado, se fortalece la figura del reaval otorgado por CERSA (única sociedad de reafianzamiento existente en España), permitiendo su activación con el requerimiento de la entidad de crédito, sin necesidad de esperar al requerimiento de la SGR. Esta medida permitirá una mejor valoración del reaval por las entidades de crédito, lo que sin lugar a dudas redundará en un abaratamiento del crédito para las pymes. Por otro lado, se aplican a los directivos de las SGR los requisitos de honorabilidad, conocimiento y experiencia propios de las entidades de crédito, lo que contribuirá a la profesionalización y mejor funcionamiento del sector.

2.3. Régimen de los Establecimientos financieros de crédito

Finalmente, cabe mencionar que la Ley de fomento de la financiación empresarial recoge además una regulación específica de los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC). Estos agentes habían sido considerados tradicionalmente en España como entidades de crédito. Sin embargo, la nueva normativa de la Unión Europea sobre solvencia de las entidades de crédito[17] impide que sigan siendo consideradas como tales, al no captar depósitos del público. Se hacía necesario, en consecuencia, establecer un régimen para este tipo de entidades que tienen una importante función en la financiación del crédito al consumo, especialmente en el punto de venta. De acuerdo con los datos de 2013[18], los EFC concedieron 20.773 millones de euros en créditos al consumo, lo que supone casi un tercio del total de 61.600 millones.

Dada su importancia para la economía española, los EFC son considerados como entidades supervisadas por el Banco de España, a las que se les imponen requisitos muy similares a los que regulan la actividad de las entidades de crédito, aunque con mayor flexibilidad en las exigencias relativas a la liquidez, en tanto no captan depósitos del público. Se articula así un marco regulatorio con plena seguridad jurídica tanto para los EFC como para los agentes que financian su actividad económica a través de los mismos.

3. Medidas para fomentar el acceso a la financiación alternativa

A pesar de la importancia de favorecer el acceso de las pymes a la financiación bancaria en el corto plazo, las lecciones aprendidas en los últimos años muestran la necesidad de sentar las bases para fomentar el acceso a otras fuentes de financiación, contribuyendo a la diversificación de las mismas y, por ende, a una mayor resistencia de la economía española a los *shocks*.

---

[17] La nueva normativa de solvencia en el ámbito de la Unión Europea está compuesta por el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 y por la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. La incorporación al derecho español de esta última se ha llevado a cabo a través de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

[18] ASNEF (2013).

3.1. Flexibilización del régimen de capital riesgo

Han sido varias las iniciativas orientadas a facilitar el acceso de las empresas españolas a la financiación no bancaria. Cabe mencionar, en primer lugar, la reciente aprobación del nuevo marco normativo para las entidades de capital riesgo[19] que, entre otras medidas, ha flexibilizado su régimen financiero, permitiendo un mayor uso de los préstamos participativos y la distribución periódica de resultados por los fondos. Además, destaca la creación de una nueva figura, la llamada "entidad de capital-riesgo pyme", que invertirá al menos el 70% de su patrimonio en participaciones en pymes y, frente a otro tipo de entidades de capital riesgo, podrá hacer un mayor uso de instrumentos como los préstamos participativos o la financiación con deuda pura. Se pretende así reorientar la financiación a través de capital riesgo hacia pymes en un estadio de desarrollo inicial.

3.2. Potenciación de los SMN donde se negocian acciones

También en el ámbito de la financiación a través de recursos propios, la Ley de fomento de la financiación empresarial contiene medidas orientadas a la potenciación de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) en los que se negocian acciones. Los SMN constituyen plataformas de negociación con requisitos menos exigentes que los mercados secundarios oficiales, configurándose como los mercados idóneos para empresas de menor tamaño que, en consecuencia, hacen emisiones (de renta fija o renta variable) más pequeñas.

Los SMN son un eslabón esencial en la cadena de financiación de las empresas. Aquellos donde se negocian acciones de empresas, como el Mercado Alternativo Bursátil, que fue creado en 2006 en el seno de Bolsas y Mercados Españoles, pueden ser una buena alternativa a considerar por los inversores de capital riesgo que buscan una estrategia de salida. De esta forma, una empresa puede conseguir financiación en sus primeros estadios a través de un fondo de capital riesgo para pasar a cotizar en un SMN, una vez alcanzado un determinado nivel de desarrollo. Este le permitirá, a su vez y siempre que la empresa tenga el éxito deseado, adquirir la experiencia necesaria para acceder al mercado secundario oficial.

Bajo este argumento, la Ley de fomento de la financiación empresarial ha pretendido facilitar el tránsito desde los SMN al mercado secundario oficial de aquellas empresas exitosas que quieran acceder a mayores volúmenes de financiación. Para ello, ha rebajado durante un periodo transitorio de dos años ciertos requisitos de transparencia, como la elaboración del segundo informe financiero trimestral y la declaración intermedia de gestión. Adicionalmente, se impone la obligación de que las empresas que alcancen una capitalización superior a quinientos millones de euros de manera continuada en el SMN, pasen a solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado. Finalmente, se aclaran algunos aspectos del funcionamiento de estas plataformas, como la necesidad de la existencia de los asesores registrados en determinados segmentos. Todo ello con miras a garantizar la seguridad jurídica y la protección al inversor, en tanto la confianza de los inversores es clave para el desarrollo de estos mercados.

[19] Este marco normativo lo componen la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y el Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

3.3. Facilitación de las emisiones de bonos y pagarés en SMN

En materia de emisión de obligaciones, han sido varias las líneas de actuación. Siguiendo con los SMN, en diciembre de 2013 vio la luz la primera emisión en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), al que cada vez va acudiendo un mayor número de empresas en busca de financiación. Se trata de un sistema multilateral de negociación, creado en el seno de Bolsas y Mercados Españoles, al que acuden los inversores cualificados que deseen adquirir deuda emitida por empresas solventes de tamaño mediano. Al objeto de favorecer el desarrollo de este mercado, así como cualquier otro que pueda surgir en el futuro con características similares, en 2013[20] se eliminaron algunas trabas en lo referente a la exigencia de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil y alta en el registro de anotaciones en cuenta. Cabe decir que estas medidas se han extendido a otras emisiones tras la entrada en vigor de la Ley de fomento de la financiación empresarial. Por otra parte, se modificó la normativa de los seguros privados y de los fondos de pensiones para recoger la posibilidad de que dichas entidades puedan invertir expresamente en valores admitidos a negociación en SMN y que las inversiones sean consideradas aptas para cobertura de provisiones técnicas en el caso de los seguros[21].

3.4. Reforma del régimen general de emisión de obligaciones

También se ha impulsado el acceso a los mercados secundarios oficiales como AIAF, desde un punto de vista operativo. En octubre de 2013, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) actualizó las directrices para la emisión de obligaciones y pagarés[22], dando una mayor relevancia a determinados aspectos que habían sido incluidos en la versión anterior, en relación con las emisiones dirigidas a inversores profesionales. Así, se destaca, en primer lugar, que los emisores son libres de incluir en sus condiciones de emisión cualquier cláusula que no esté prohibida por la ley. Esto implica, además, la posibilidad de remitirse a leyes y tribunales extranjeros. En segundo lugar se hace hincapié en que los folletos que se remitan a la CNMV para su aprobación pueden ser elaborados en inglés, idioma de uso habitual en el ámbito financiero. Finalmente, se recuerda que la CNMV verificará el cumplimiento de los requisitos legales que entran en el ámbito de sus competencias en un plazo máximo de cinco días hábiles desde que se haya recibido la solicitud y la documentación correspondiente. Si bien no se trata de elementos novedosos, la actualización de la mencionada guía supone una clarificación del régimen de aprobación de las emisiones de obligaciones con folleto, que despeja cualquier tipo de duda que pueda surgir entre los emisores de renta fija en lo que se refiere a los requisitos administrativos.

Pero sin duda, la reforma más significativa es la que operará tras la entrada en vigor el pasado 28 de abril de 2015 de la Ley de fomento de la financiación empresarial. Hasta esta ley, las sociedades limitadas no tenían capacidad de emitir obligaciones, lo que recortaba notablemente sus fuentes de financiación y las abocaba a depender en exclusiva del crédito bancario. Algo similar ocurría en relación con las sociedades anónimas, cuyas emisiones estaban limitadas cuantitativamente al importe resultante de la suma de su capital social desembolsado, las reservas del último balance y las cuentas de regularización. Ambos fenómenos estaban contribuyendo a

[20] A través de la Ley 11/2013, de 26 de julio, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y de la creación de empleo.
[21] Mediante la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
[22] Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013).

agudizar la dependencia de la economía española con respecto al sector bancario. Por ello, la Ley de fomento de la financiación empresarial elimina las restricciones cuantitativas en las emisiones de sociedades anónimas y permite a las sociedades limitadas llevar a cabo emisiones. No obstante, dada la menor garantía patrimonial ofrecida por las sociedades limitadas, cuyo capital social es notablemente inferior al de las sociedades anónimas, sus emisiones se limitan cuantitativamente al doble de sus recursos propios, salvo que aporten garantías.

Asimismo, la Ley de fomento de la financiación empresarial agiliza el proceso de emisión de obligaciones, eliminando la exigencia de inscripción en el Registro Mercantil de la escritura pública en la que se formaliza la emisión de obligaciones, y su correspondiente publicación en el BORME. Además, se atribuye al consejo de administración (en lugar de a la junta general de accionistas) la competencia de aprobar la emisión, lo que introducirá mayor dinamismo en el acceso de las empresas a los mercados. Con el mismo ánimo simplificador y dinamizador, la norma proyectada clarifica los supuestos en que resultará necesaria la constitución de sindicato de obligacionistas bajo ley española, acabando así con situaciones del pasado, en las que una empresa española que quisiera emitir obligaciones en el extranjero se veía obligada a cumplir simultáneamente con las normativas española y del país de la emisión en materia de protección de inversores.

3.5. Establecimiento de un régimen jurídico para el *crowdfunding*

Las reformas también están teniendo en cuenta las nuevas tecnologías y el impacto que estas pueden tener sobre la financiación de las empresas. Así lo pone de manifiesto el establecimiento, por primera vez en España, de una regulación para las plataformas de financiación participativa, conocidas en el argot internacional como *crowdfunding*. Son varios los organismos internacionales que han subrayado la importancia de esta novedosa fuente de financiación y su gran potencial, especialmente en un contexto de restricciones en el acceso al crédito bancario. Destacamos aquí la Organización Internacional de Comisiones de Valores[23] y la Comisión Europea[24]. Esta última apunta a que la utilidad del *crowdfunding* va más allá del acceso a la financiación, al comportar "una herramienta adicional de ensayo de mercado y comercialización, lo que puede ayudar a los emprendedores a adquirir un valioso conocimiento acerca de los clientes y la exposición a los medios de comunicación".

Este potencial ha sido también reconocido en la Ley de fomento de financiación empresarial, al establecer unas normas que pretenden encontrar el equilibrio entre el desarrollo de esta industria naciente y una adecuada protección al inversor, garantizando la seguridad jurídica de la operativa de esta nueva forma de financiación. Por este motivo, se establece un marco normativo en el que quedarán amparadas las plataformas en las que se negocian tanto acciones, participaciones de capital y obligaciones *(equity)*, como aquellas en las que directamente se negocia deuda *(lending)*. Las plataformas deberán ser autorizadas por la CNMV, con participación del Banco de España para las plataformas de deuda, debiendo cumplir con unos requisitos mínimos de capital y recursos propios que permitan garantizar la cobertura de los riesgos que su actividad entraña. La protección del inversor se pretende alcanzar a través de varios requisitos

[23] International Organization of Securities Commissions (2014).
[24] Comisión Europea (2014).

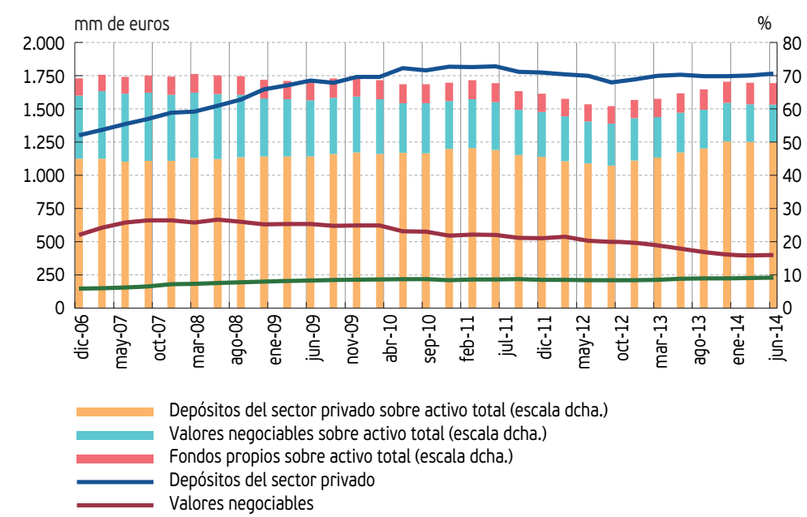
operativos, entre los que cabe destacar la transparencia tanto sobre la plataforma y su funcionamiento, como sobre las características de la inversión y sus riesgos. A esto cabe añadir ciertas limitaciones a la inversión, que no recaen sobre los inversores más cualificados.

La supervisión permitirá, además, conocer con mayor exactitud la importancia del sector en España, para el que no existen, por el momento, cifras fehacientes. Pero, si bien cabe esperar un modesto punto de partida, no cabe duda de que se trata de un sector muy dinámico por su vinculación a la economía digital, del que cabe esperar elevadas tasas de crecimiento en los próximos años.

4. Medidas para facilitar la financiación de las entidades de crédito

Las fuentes de financiación de las entidades de crédito españolas han cambiado en los últimos años, tal y como puede apreciarse en el gráfico inferior. Especialmente destacable en este sentido resulta la financiación con cargo a los valores negociables, que se ha visto notablemente reducida a lo largo de la última década.

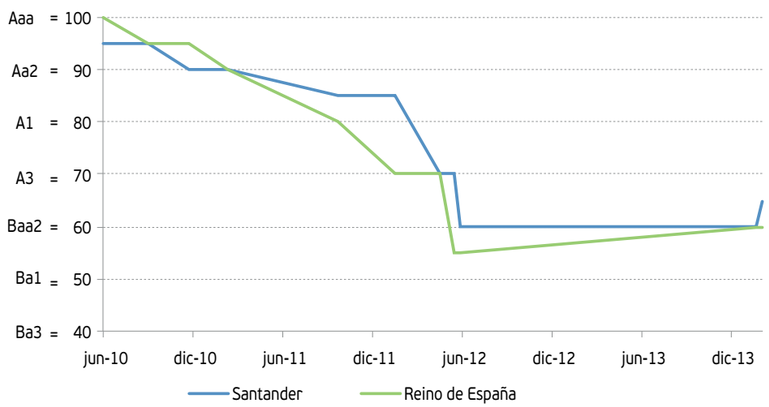
Gráfico 1. **Importes de pasivo y patrimonio neto (líneas, escala izquierda) y peso sobre activo total (columnas, escala derecha) de las entidades de depósito españolas.**



Fuente: Informe de Estabilidad Financiera. Banco de España.

La caída de la financiación de las entidades de crédito españolas con cargo a los mercados de valores trae causa, fundamentalmente, de las importantes tensiones financieras que, a partir del año 2010, comenzaron a afectar al conjunto de emisores españoles. El siguiente gráfico muestra la importante rebaja que se produjo en la calificación crediticia del Banco Santander, entidad de crédito española que menos sufrió los efectos de la crisis financiera. Obviamente, las tensiones sufridas por los bancos españoles repercutieron negativamente en su acceso a la financiación mayorista.

Gráfico 2. **Evolución del *rating* del Banco Santander y Reino de España.**



Fuente: Elaboración propia con datos de Moody's.

El peor acceso de las entidades de crédito españolas a la financiación mayorista se tradujo en la contracción y encarecimiento del crédito al sector privado español, lo que recrudeció aún más el círculo vicioso en el que se encontraba inmersa la economía española. Así las cosas, resultó evidente que era necesario tomar medidas con el fin de promover de nuevo el acceso de las entidades de crédito a los mercados (reduciendo así su dependencia del Banco Central Europeo) y de fomentar la concesión de crédito por éstas al sector privado.

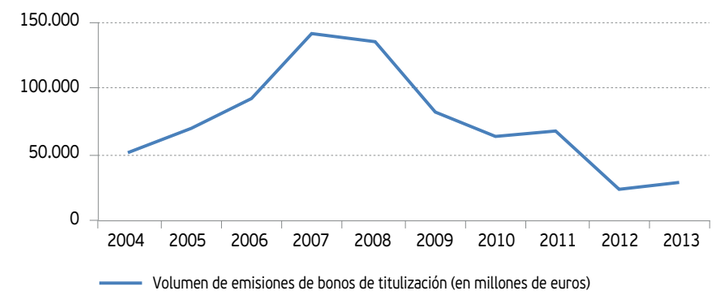
Dado que las titulizaciones y los bonos garantizados son las principales fuentes de financiación vía mercado de las entidades de crédito, la vista de las autoridades financieras se volvió hacia la necesidad de mejorar estos títulos financieros.

4.1. Revisión del régimen de las titulizaciones

La titulización es una técnica financiera consistente en la movilización de activos (habitualmente derechos de crédito) de los balances de empresas financieras y no financieras que, bien empleada, permite cumplir los propósitos de facilitar la financiación y promover la transferencia de riesgos de la empresa que cede los activos. Las titulizaciones pueden llegar a constituir una importante fuente de financiación alternativa, clave en economías tan bancarizadas como las europeas. Además, al actuar como instrumentos de transferencia de riesgos, las titulizaciones pueden contribuir a que las entidades de crédito originadoras liberen capital regulatorio, lo que fomenta la concesión de nuevos créditos y reactiva la economía.

Aunque las titulizaciones pueden ser emitidas por cualquier tipo de empresa, financiera o no, en la práctica han sido fundamentalmente las entidades de crédito las que han recurrido a la emisión de estos instrumentos. No en vano, las titulizaciones constituyeron una fuente de financiación básica para las entidades de crédito españolas, llegando España a ser el segundo país europeo con mayor volumen emitido en bonos de titulización en 2007 (141.627 millones de euros), justo detrás de Reino Unido. No obstante, el mal comportamiento de los activos de titulización en Estados Unidos, así como las crecientes tensiones financieras experimentadas por los emisores españoles, redujeron notablemente las emisiones de este tipo de activos, que tocaron suelo en 2012, con emisiones por valor de 23.800 millones de euros.

Gráfico 3. **Volumen de emisiones de bonos de titulización (millones euros).**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Entre 2000 y 2012, las titulizaciones americanas presentaron pérdidas del 12% frente a las titulizaciones europeas, que mostraron pérdidas cercanas al 0%. A pesar de estas marcadas diferencias, en 2013, en Estados Unidos, se registraron emisiones de bonos de titulización por valor de 2,2 billones de dólares, frente a los 174.000 millones de euros en la Unión Europea.

Dado este injustificado desarrollo de los acontecimientos, tanto las autoridades europeas como las españolas han adoptado diversas medidas para tratar de fomentar las titulizaciones de alta calidad.

En el plano europeo, cabría destacar la publicación por el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra[25] de sendos documentos en abril y mayo de 2014 en los que insistían en la importancia de promover estructuras de titulización simples, transparentes y de calidad para reactivar la financiación de la economía europea. Asimismo, los desarrollos técnicos de la normativa bancaria[26] han determinado

[25] Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra (2014).
[26] Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la Comisión de 10 de octubre de 2014 por el que se completa el Reglamento (UE) no 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito

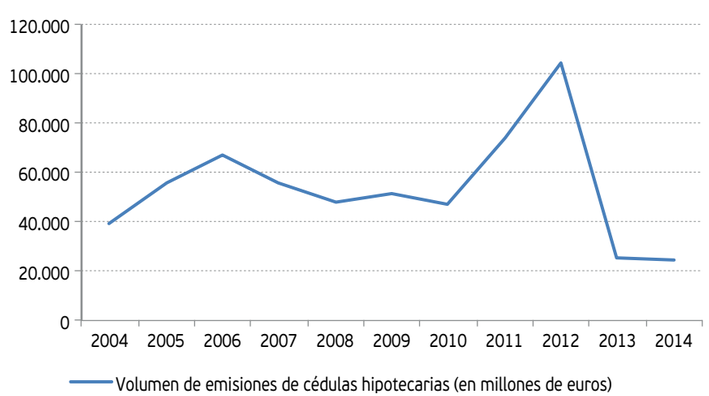
ya los criterios que han de cumplir los activos de titulización para ser calificados como activos líquidos a efectos del ratio de cobertura de liquidez. Además, en el marco del desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales, la Comisión Europea ha señalado como una prioridad el establecimiento de criterios homogéneos que permitan diferenciar y revitalizar las titulizaciones europeas de alta calidad.

En lo que al plano nacional respecta, la Ley de fomento de la financiación empresarial lleva a cabo una revisión en profundidad de la regulación de las titulizaciones en España, que había quedado ya algo obsoleta. La citada reforma gira en torno a tres ejes. En primer lugar, se racionaliza la normativa existente, que adolecía de una gran dispersión y se procede a la unificación, en una única categoría legal, de los fondos de titulización de activos y los fondos de titulización hipotecaria, llamados ahora simplemente "fondos de titulización". En segundo lugar, se aproxima el régimen jurídico español al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas en la materia, eliminando aquellos obstáculos que impedían replicar en España determinadas estrategias innovadoras de titulización de probado éxito y utilidad en países de nuestro entorno. Por último, se recogen legalmente algunas prácticas que en materia de transparencia y protección del inversor vienen exigiendo los inversores internacionales.

4.2. Creación de las cédulas y bonos de internacionalización

A pesar de que todas estas medidas contribuirán a revitalizar la actividad titulizadora, resulta innegable la importancia creciente que están adquiriendo los bonos garantizados en los balances de las entidades de crédito. La doble garantía ofrecida por estos valores (otorgada por los activos dados en garantía y por la propia entidad emisora), así como la protección de que gozan en caso de resolución bancaria (carácter no *bail-inable)*, les hicieron más resistentes a los envites de la crisis. Así, en 2012, año de máximas tensiones financieras para la economía española, las emisiones de cédulas hipotecarias tocaron techo, con más de 104.470 millones de euros emitidos.

Gráfico 4. **Volumen de emisiones de cédulas hipotecarias (millones de euros).**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Hipotecaria Española.

Si bien las empresas exportadoras fueron el puntal de crecimiento de la economía española durante la crisis (la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB fue de 2,5 y 1,5 puntos porcentuales en 2012 y 2013, respectivamente), no quedaron al margen de las restricciones crediticias que afectaban a la economía española. Por ello, visto el buen comportamiento en el mercado de las cédulas hipotecarias y la necesidad de seguir potenciando la internacionalización de la economía española, la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, reforma la figura de la cédula de internacionalización[27] y crea la figura del bono de internacionalización.

De este modo, en la actualidad, se distinguen en España cinco figuras de bonos garantizados: las cédulas y bonos hipotecarios, las cédulas territoriales y las cédulas y bonos de internacionalización.

Las cédulas de internacionalización se diferencian de las cédulas hipotecarias y territoriales por los activos que constituyen garantía de la emisión: mientras que en las cédulas hipotecarias y territoriales estos activos son, respectivamente, préstamos hipotecarios o préstamos concedidos a Administraciones Públicas, en el caso de las cédulas de internacionalización, los activos de garantía son préstamos vinculados a la financiación de contratos de exportación o la internacionalización de empresas.

Asimismo, a diferencia de lo que ocurre en el caso de las cédulas, los bonos, ya sean hipotecarios o de internacionalización, no están garantizados por toda la cartera de préstamos y créditos elegibles sino únicamente por aquellos que han sido afectados a la emisión mediante escritura pública.

Así, se espera que las nuevas figuras de las cédulas y los bonos de internacionalización contribuyan a la expansión exterior de la economía española, al fomentar la concesión de crédito a estas actividades: si las entidades de crédito pueden emplear los préstamos y créditos vinculados a la internacionalización de empresas como garantía para la emisión de cédulas y bonos de internacionalización y, por tanto, conseguir un mejor acceso a los mercados mayoristas, es de esperar que el crédito a empresas dedicadas a la exportación aumente y se abarate notablemente.

4.3. Posible reforma de los bonos garantizados

Dado el buen comportamiento de los bonos garantizados españoles (especialmente, de las cédulas hipotecarias), va en interés del conjunto de agentes participantes en el mercado seguir manteniendo esta situación o, si es posible, mejorarla.

El 1 de julio de 2014, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) presentó un informe[28] sobre la idoneidad del tratamiento preferencial de solvencia de los bonos garantizados, reconociendo, entre otros factores, la

[27] Esta figura fue introducida inicialmente por Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.

[28] Este informe se deriva de la exigencia impuesta por el Reglamento de Requisitos de Capital, con arreglo a la cual la Comisión Europea debe presentar al Parlamento Europeo un informe sobre la idoneidad del tratamiento preferencial de solvencia de los bonos garantizados, previa consulta a la Autoridad Bancaria Europea (EBA).

importancia de establecer niveles mínimos de excesos de garantía y colchones de liquidez o la supervisión con carácter previo al programa de emisión de bonos garantizados.

La importancia de mantener el tratamiento preferencial de los bonos garantizados a efectos de solvencia y la posibilidad de introducir posibles mejoras en esta figura, llevaron a que la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera[29] presentara en octubre de 2014 una consulta pública en la que, por medio de 30 preguntas, trataba de recabar la opinión de los agentes del mercado acerca de los mecanismos para perfeccionar el diseño regulatorio de los bonos garantizados.

La consulta, organizada en torno a 8 secciones preguntaba, entre otras cuestiones, por los posibles mecanismos para reducir la parte del activo comprometida por las emisiones de bonos garantizados *(asset encumbrance)*, las formas para conseguir una correcta segregación a efectos concursales de los activos dados en garantía, la conveniencia de introducir mecanismos de gestión de la liquidez o las posibilidades de actualización del valor de los préstamos utilizados como garantías.

En definitiva, es evidente la preocupación de las autoridades por mejorar el acceso al mercado por las entidades de crédito españolas. Hasta la fecha, esta preocupación se ha traducido en la adopción de un nuevo régimen jurídico de titulizaciones y en la reforma y creación, respectivamente, de las cédulas y bonos de internacionalización. Sin embargo, dada la reciente publicación de una consulta pública para mejorar el marco regulatorio de los bonos garantizados, parece que el impulso reformista no acaba aquí, siendo posible que en los próximos tiempos observemos nuevos desarrollos en estas materias.

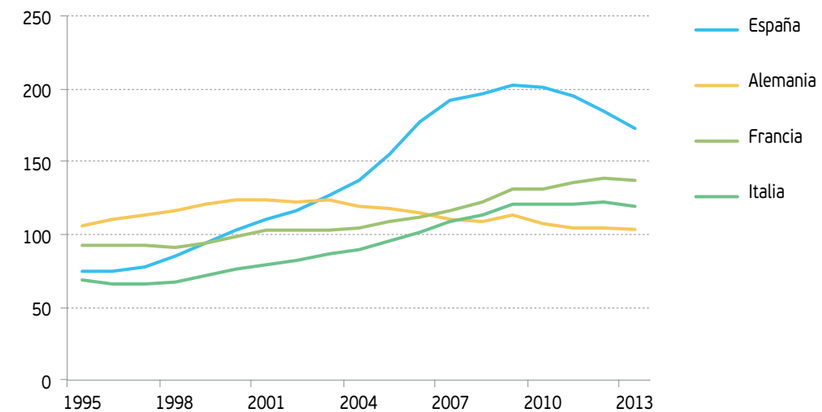
5. Medidas para incentivar el desapalancamiento de las empresas

Desde 1995 hasta el año 2009, la deuda del sector privado español casi se triplicó, pasando del 74,5% al 202,4% del PIB. A pesar del proceso de desapalancamiento ya iniciado por la economía española en 2010, la deuda del sector privado español se situó en 2013 en el 172,2% del PIB, muy por encima del nivel de los principales socios de la zona euro, tal y como puede observarse en el gráfico 5.

La reducción del endeudamiento privado es de vital importancia, ya que permite incrementar la riqueza financiera neta de las empresas, liberando recursos que pueden invertirse en actividades productivas y mejorando las condiciones para la obtención de nueva financiación. No obstante, en un contexto de baja inflación como en el que se encuentra en estos momentos la economía española, este proceso de desapalancamiento se hace más lento y costoso.

[29] Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (2014).

Gráfico 5. **Deuda sector privado residente sobre PIB (%).**



Fuente: Elaboración propia con datos de Datamarket.

Al contexto de baja inflación de la economía española se une el mal funcionamiento de los procedimientos concursales, que en más del 90% de los casos terminan con la liquidación de la empresa. Con el fin de facilitar la supervivencia de las empresas altamente endeudas aunque viables y permitir la liquidación eficiente de las empresas no viables, se han operado diversas reformas en los últimos meses.

Estas reformas han operado en tres frentes distintos. Por un lado, se ha tratado de fomentar la figura de los acuerdos preconcursales como medio para que empresas viables y sobreendeudadas consigan renegociar su deuda con los acreedores sin necesidad de acudir a un procedimiento concursal, contribuyendo así a reducir la elevada carga de los Juzgados de lo Mercantil en España.

Por otro lado, se ha reformado el procedimiento concursal (tanto en la fase de convenio como en la de liquidación), con dos objetivos. En primer lugar, se ha facilitado que aquellas empresas viables que no consiguen el apoyo suficiente de los acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación preconcursal puedan llegar a uno en fase de convenio. En segundo lugar, se ha favorecido la liquidación conjunta de empresas consideradas no viables, consiguiendo así una mayor satisfacción de los derechos de los acreedores y la preservación del nivel de actividad económica.

Por último, se ha introducido en la legislación española la figura de la segunda oportunidad, que permitirá que personas físicas sobreendeudadas de buena fe puedan, bajo determinadas circunstancias, reducir su nivel de apalancamiento, abandonando la economía sumergida y contribuyendo a mejorar el nivel de actividad económica.

5.1. Fomento de los acuerdos preconcursales

En el plano de los acuerdos preconcursales, habría que destacar dos tipos de figuras: los acuerdos de refinanciación y los acuerdos extrajudiciales de pagos.

Los acuerdos de refinanciación van destinados fundamentalmente a empresas de mediano o gran tamaño con un importante volumen de deuda financiera. El principal objetivo del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, es conseguir que los acuerdos que la empresa deudora adopte con sus acreedores de pasivos financieros no sean rescindibles ante un eventual procedimiento concursal. Además, la norma da un paso más allá para los acuerdos de refinanciación colectivos homologados judicialmente, permitiendo que sus efectos puedan extenderse también a los acreedores disidentes o no participantes cuando se obtenga la aprobación de acreedores que representen al menos el 60% de los pasivos financieros para esperas inferiores a 5 años o del 75% para otros efectos como esperas entre 5 y 10 años, quitas o daciones en pago.

Otra importante novedad de los acuerdos de refinanciación, dado el papel clave jugado por la garantía hipotecaria en la obtención de crédito en España, radica en su posibilidad de afectar a acreedores dotados de garantía real. En este sentido, se introduce un nuevo mecanismo de valoración de los créditos con garantía real, con arreglo al cual, la parte del crédito protegida por la garantía real dependerá del valor razonable del bien sobre el que esté constituida dicha garantía (concretamente, se entenderá que el crédito protegido por la garantía real será el 90% del valor razonable del bien dado en garantía). Se pone fin así a la situación anterior, en la que un crédito, por el mero hecho de contar con una garantía real e independientemente de su valor, se consideraba íntegramente protegido por la garantía real. Además, se establece la aplicación de las reglas de las mayorías de arrastre para la parte privilegiada de los créditos, aunque elevándolas ligeramente con respecto a la situación ordinaria. Así, las mayorías necesarias de arrastre para la parte privilegiada del crédito serán el 65% para esperas inferiores a 5 años y el 80% para el resto de efectos.

Dada la importancia que la obtención de nuevas fuentes de financiación tiene para empresas cuya situación financiera es delicada, se concede, durante un plazo de 2 años, la calificación de crédito contra la masa (crédito situado en primer lugar en el orden de prelación en el cobro) al 100% (en lugar de al 50%) del "dinero nuevo" otorgado a una empresa.

Asimismo, en aras de facilitar la realización de operaciones de refinanciación por parte de entidades de crédito, el Banco de España llevó a cabo una interpretación de su Circular 4/2004, de 22 de diciembre, estableciendo y haciendo públicos criterios homogéneos para la clasificación como riesgo normal de las operaciones reestructuradas como consecuencia de un acuerdo de refinanciación.

Si los acuerdos de refinanciación van dirigidos fundamentalmente a empresas de gran tamaño, los acuerdos extrajudiciales de pagos, introducidos por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, se aplican a autónomos, empresas de reducido tamaño (con un pasivo inferior a 5 millones de euros) y personas físicas consumidoras. El objetivo de los acuerdos extrajudiciales de pagos consiste en permitir que consumidores, autónomos o pequeñas empresas lleguen a un acuerdo con sus acreedores, financieros o comerciales, sin necesidad de recurrir al procedimiento concursal y con la asistencia de un mediador concursal.

Sin embargo, la regulación de los acuerdos extrajudiciales de pagos nació ya con numerosas limitaciones, entre otras: los acreedores con garantía real no quedaban afectados por el acuerdo, el contenido posible del acuerdo era muy limitado (quitas de hasta el 25% y esperas de hasta 3 años), la figura del mediador concursal era muy rígida, el concurso consecutivo se abría necesariamente en la fase de liquidación. Dadas estas restricciones, el Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social, reformó la figura del acuerdo extrajudicial de pagos en gran parte, en línea con las facilidades de los acuerdos de refinanciación. Se permite así que el acuerdo resulte de aplicación también a personas físicas consumidoras (y no sólo empresarias), que los acreedores con garantía real puedan quedar sujetos al acuerdo y que el concurso consecutivo se abra, si así se considera oportuno, en fase de convenio. Asimismo, se amplía el posible contenido del acuerdo y se habilita a las Cámaras de Comercio, en caso de empresas o autónomos, y a los propios notarios, en caso de personas físicas consumidoras, a actuar como mediadores concursales.

5.2. Mejora del procedimiento concursal

Si bien los acuerdos preconcursales son una herramienta clave para que las empresas con problemas de sobreendeudamiento traten de mejorar su situación financiera, es innegable que hay situaciones en las que, la falta de acuerdo con los acreedores o la gravedad de los problemas financieros, hacen necesario el recurso al procedimiento concursal.

Como es bien conocido, tras la celebración de la fase común, el procedimiento concursal puede ir seguido bien de la fase de convenio cuando aún se considera que la empresa es viable y que es posible llegar a un acuerdo con los acreedores, bien de la fase de liquidación (cuando ya no hay forma de conseguir la viabilidad de la empresa, bien de ambas sucesivamente cuando no resulta posible llegar a un acuerdo con los acreedores o éste se ha incumplido y se declara la liquidación.

El procedimiento concursal español presentaba disfunciones en todas las fases. Así, la elevada tasa de liquidación de las empresas españolas declaradas en concurso ponía de manifiesto el mal funcionamiento de la fase de convenio. Del mismo modo, la tendencia a enajenar de forma separada los activos de la empresa en liquidación, en lugar de proceder a la venta del conjunto de la unidad productiva, suponía la destrucción de un buen número de puestos de trabajo, amén de una peor satisfacción de los derechos de los acreedores.

Por ello, en aras de hacer frente a los problemas arriba descritos, se aprobó el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal, que reforma tanto la fase de convenio como la de liquidación.

En materia de convenio, habría que destacar, en primer lugar, la ampliación del contenido potencial del acuerdo, que hasta la aprobación de la nueva normativa, sólo podía suponer esperas de hasta 5 años y quitas de hasta el 50%.

En segundo lugar, con la nueva regulación, en la fase de convenio se aplicarán también reglas de arrastre por mayorías para los distintos acreedores, que quedarán organizados por grupos. Las mayorías necesarias para llegar a un acuerdo son inferiores a las exigidas para los acuerdos de refinanciación y extrajudiciales de pagos, lo que otorgará una segunda oportunidad a aquellas empresas que no hayan logrado un acuerdo en fase preconcursal. Además, los acreedores dotados de privilegio especial y general ya no quedarán al margen de las votaciones para llegar a un convenio, organizándose en varios subgrupos dentro de cada clase de privilegio (acreedores públicos, financieros, laborales y resto de acreedores) y pudiendo acordar condiciones de refinanciación diferentes al resto de grupos. Por otro lado, se otorga derecho de voto a algunos acreedores que hasta ahora no lo tenían, como los acreedores que hubiesen adquirido sus derechos de crédito con posterioridad a la declaración de concurso, lo que contribuirá, sin lugar a dudas, a la reactivación del mercado secundario de préstamos de dudoso cobro.

En tercer lugar, se extienden a la fase de convenio las reglas de valoración de los créditos dotados de garantía real ya introducidas para los acuerdos de refinanciación.

Aunque la mejora del funcionamiento de la fase de convenio es importante, la remoción de obstáculos legales para la enajenación del conjunto de la actividad productiva lo es tanto o más. El hecho de que no se pueda alcanzar un convenio no tiene por qué implicar la desaparición de la empresa y, por consiguiente, del nivel de actividad económica y los puestos de trabajo que ella genera. Por ello, el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, prevé diversas medidas para fomentar la enajenación global de la empresa o la unidad productiva, eliminando los incentivos a proceder al despiece de la misma.

En primer lugar, se establece la necesidad de que la administración concursal, a la hora de realizar el inventario de la masa activa, incluya una valoración del conjunto de la empresa o de sus distintas unidades productivas con arreglo a los criterios de liquidación y empresa en funcionamiento, lo que permitirá que los potenciales interesados en adquirir la empresa ante una eventual liquidación tengan una idea del valor real de la misma.

En segundo lugar, se prevé que, para los casos de transmisión de unidades productivas, el adquirente se subrogue automáticamente en los derechos y obligaciones derivados de contratos que afecten a las mismas, sin necesidad de consentimiento de la otra parte, así como en las licencias o autorizaciones administrativas necesarias, salvo que manifieste lo contrario. Además, dicha transmisión no llevará aparejada responsabilidad alguna por créditos impagados por el deudor antes de la transmisión, salvo disposición en contrario.

En tercer lugar, se establece la posibilidad de que el juez acuerde la realización de la unidad productiva a través de enajenación directa o a través de persona o entidad especializada cuando, a la vista del informe de la administración concursal, considere que es la forma más idónea para salvaguardar los intereses del concurso. Hasta el momento, sólo podía recurrirse a la enajenación directa cuando la subasta hubiera quedado desierta. Esta limitación introducía trabas a la competencia entre los potenciales adquirentes de la empresa concursada, lo que reducía notablemente su valor de enajenación, poniendo en peligro la satisfacción de los derechos de los acreedores, finalidad principal de cualquier procedimiento concursal.

En cuarto lugar, se prevé el establecimiento en el BOE de un portal de acceso telemático en el que figurará una relación de las empresas en fase de liquidación concursal y cuanta información resulte necesaria para facilitar su enajenación. Esta medida contribuirá, sin lugar a dudas, a reducir los posibles problemas de información asimétrica que se generan en el mercado de compraventa de empresas en dificultades.

5.3. Segunda oportunidad

Con la normativa concursal española vigente hasta principios de 2015, los problemas patrimoniales de una empresa eran resueltos con mucha mayor facilidad que los de una persona física. Mientras las empresas podían liquidarse, permitiendo a sus socios empezar de cero con la creación de una nueva sociedad, las personas físicas, ya fueran empresarias o consumidoras, continuaban arrastrando durante toda su vida las deudas contraídas, como aplicación directa del principio de responsabilidad patrimonial universal.

Con objeto de poner fin a esta situación histórica de desigualdad, el Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social, ha introducido la figura de la segunda oportunidad para aquellos deudores de buena fe, empresarios o consumidores, que cumplan determinadas condiciones. Concretamente, aquellos deudores personas físicas cuyo patrimonio se haya liquidado en fase concursal, deberán cumplir un plan de pagos a 5 años para satisfacer los créditos contra la masa y los créditos con privilegio general. Si al final de los 5 años el deudor, sin venir a mejor fortuna, ha satisfecho todas las deudas incluidas en el plan de pagos o no habiendo podido satisfacerlas, ha destinado al menos la mitad de sus ingresos embargables al plan de pagos, resultará definitivamente exento del pago del resto de deudas.

La segunda oportunidad es una medida histórica que permite combinar la posibilidad de que las personas físicas sobreendeudadas vuelvan a incorporarse a la vida civil, saliendo de la economía sumergida, con el mantenimiento de una correcta cultura de pagos, clave para la estabilidad del sistema financiero español.

6. Conclusión

A la vista de todo lo expuesto, no cabe duda de que la financiación de las empresas ha sido uno de los principales ejes de política financiera en los últimos años en España.

Esta misma tendencia puede ser observada en la Unión Europea. Cabe mencionar, por ejemplo, la potenciación del capital riesgo, a través de una regulación específica para fondos que invierten en

pymes de la Unión Europea[30], o el hecho de que la nueva normativa sobre mercados de instrumentos financieros[31], crea una nueva categoría de sistema multilateral de negociación, de pymes en expansión, para "aumentar su visibilidad, mejorar su perfil y potenciar el desarrollo de normas reglamentarias comunes de la Unión para estos mercados", con el objetivo último de hacer estos mercados atractivos para los inversores y las pymes emisoras.

Pero más allá de estos esfuerzos sectoriales, la Comisión Europea ha publicado el Libro Verde: Construir una Unión de los Mercados de Capitales[32], como preparación de un plan de acción para poner financiación a disposición de las empresas e impulsar el crecimiento de la Unión. Estableciendo una comparación con la situación en Estados Unidos, señala posibles actuaciones para eliminar las barreras a la inversión transfronteriza y diversificar las fuentes de financiación de las empresas. Entre los posibles obstáculos para el correcto desarrollo de una Unión de los Mercados de Capitales, la Comisión Europea ha señalado la ausencia de un mercado de capitales específico para pymes, la falta de una definición generalizada de titulizaciones de alta calidad, el inadecuado desarrollo de los mercados de colocaciones privadas, la poca comparabilidad de la información financiera de las pymes y las divergencias regulatorias que afectan a los bonos garantizados. Asimismo, se ha señalado la importancia de contar con un marco regulatorio de insolvencia homogéneo entre los distintos estados miembros y de eliminar los incentivos fiscales que no favorecen los mercados de capitales.

En este sentido, parece que España ha sido un país pionero en el tratamiento de todos aquellos aspectos que dificultan el acceso de las empresas a la financiación: no sólo se han atajado los problemas estrictamente financieros, sino que se ha ido más allá, mejorando el régimen concursal. En todo caso habrá que esperar a los próximos años para valorar el verdadero impacto que estas medidas tendrán en la configuración de España como una economía más resistente a los *shocks* crediticios.

[30] Reglamento (UE) Nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

[31] Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n o 648/2012.

[32] Comisión Europea (2015).

Bibliografía

- Aparici Vázquez de Parga, E. (2015), "La nueva regulación del capital-riesgo en España y mejoras en la inversión colectiva. *Revista del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores*, número 44.
- Asociación Hipotecaria Española (2014), Estadística de títulos hipotecarios.
- Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (2013), Informe anual.
- Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra (2014): *"The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union. A Discussion Paper"*.
- Banco de España (2012), Resultados anuales de las empresas no financieras 2011, Central de Balances, Madrid.
- Banco de España (2014), Informe de Estabilidad de noviembre de 2014.
- Banco de España (varios años), Indicadores económicos e Informe de estabilidad financiera. Pueden ser consultados en el siguiente enlace web: http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). Estadísticas del mercado primario de valores.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013), Guía de renta fija: Criterios, procedimientos y documentación requerida para la tramitación de operaciones de renta fija.
- Comisión Europea (2014), Comunicación al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea. Bruselas.
- Comisión Europea (2015), Libro Verde: Construir una Unión de los Mercados de Capitales. Bruselas.
- Datamarket (2015), *Private sector debt – consolidated.*
- International Organization of Securities Commissions (2014), Crowd-funding: An infant industry growing fast.
- Maudos Villaroya, J. y Fernández de Guevara Radoselovics, J. (2014): Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis, Fundación BBVA.
- Registradores de España (2014): Anuario de 2013. Estadística concursal. El concurso de acreedores en cifras.
- Revello de Toro Cabello, J.M. (2013): Manual de *Corporate Finance* y Banca de Inversión, Delta Publicaciones.
- Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (2014), Documento de consulta relativo a la mejora del marco regulatorio de los bonos garantizados. Puede ser consultado en el siguiente enlace: http://www.tesoro.es/sites/default/files/Sleg7022MarcoRegulatorio.pdf
- Subdirección General de Apoyo a la Pyme (2013), Retrato de las pyme 2013, Dirección General de Industria y de la PYME, Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

ARTÍCULOS

84 **1. LA IMPORTANCIA, VITAL, DEL CRÉDITO EN LA EMPRESA**
Miguel A. Bernal Alonso. Profesor y coordinador del Departamento de investigación del IEB

87 **2. MERCADOS DE RENTA FIJA EN 2015: Q.E. Y SU EFECTO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA**
Jose Maria Capapé. Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

90 **3. NUEVAS FUENTES DE FINANCIACIÓN NO TRADICIONALES**
José María Domínguez Isusi. Director Mercado de Capitales Banco Sabadell

96 **4. EL MERCADO DE BONOS PARA MEDIANAS EMPRESAS**
Álvaro Canosa. Director de Renta Fija Bankia

101 **5. PROGRAMAS DE PAGARÉS EN EL MARF**
Álvaro Bergasa. Mercado de Capitales Banca March

106 **6. TITULIZACIÓN Y FINANCIACIÓN EMPRESARIAL**
José Antonio Trujillo. Intermoney

110 **7. TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA: EL ROL DEL SINDICATO DE BONISTAS**
John Perlaza. Socio, Bondholders, S.L.
Alfredo San Martín Naya. Socio, Bondholders, S.L.

114 **LOS AUTORES**

1. LA IMPORTANCIA, VITAL, DEL CRÉDITO EN LA EMPRESA

Miguel A. Bernal Alonso
Profesor y coordinador del Departamento de Investigación del IEB

Si buscamos en alguno de los múltiples manuales o libros de microeconomía el concepto de empresa, seguramente nos encontraremos con alguna definición semejante a: "conjunto ordenado de factores productivos dirigidos a la producción de bienes y servicios bajo el control del empresario y de la administración pública, constituyendo el elemento básico de la actividad económica".

Hasta aquí la definición, pero la misma se quedaría incompleta si no delimitáramos y definiéramos cuales son esos factores productivos. Sobre este tema, el de los factores, existen múltiples visiones pero en todas ellas, y especialmente bajo un enfoque clásico y academicista, parece existir un consenso en cuanto a contemplar tres elementos: materia prima, trabajo y capital. Los recursos financieros –el capital, en terminología clásica– son, por tanto, uno de los tres elementos indispensables para conformar una empresa, la base de la actividad económica.

Conviene recordar que el acceso de las empresas a los recursos financieros se puede llevar mediante dos vías: la primera es a través de los recursos propios –*equity*–; la segunda es a través de la financiación ajena –pasivo exigible–. Esta última, la de la financiación ajena, puede revestir diferentes formas económico-jurídicas: *leasing, renting, confirming, factoring,* préstamo bancario –en todas sus modalidades–, activos financieros, *crowlending,* así como otras posibles figuras –por ejemplo el crédito concedido por los proveedores–. Muchas denominaciones y formas para un mismo concepto económico, para una única idea: préstamo. Préstamo como dinero anticipado por clientes, entidades financieras, inversores o proveedores que deberá ser devuelto en un futuro y sujeto a un tipo de interés.

Asimismo, en la configuración de la empresa, el préstamo puede estar destinado a diferentes objetivos. Podemos hablar de la financiación del activo fijo o no recurrente, también del capital circulante o recurrente. Como saben, múltiples son los estudios, tratados e investigaciones que se han destinado a la forma, estructura y conveniencia de llevar a cabo la financiación, aún cuando no es materia de este artículo al menos parece relevante señalarlo. Sin embargo, y aún cuando la importancia del crédito dentro de la estructura de la empresa –contablemente la visión del balance– se reconoce en todos los libros de microeconomía, la visión queda muy reducida. Esta única visión olvida otro aspecto del crédito, no poniendo el acento en toda la importancia que el concepto crédito tiene en la economía, ni por supuesto siquiera en la empresa. Es necesario dar un paso más para ver la interrelación entre empresa y crédito, así como la enorme importancia para esta última, e irnos a los manuales de macroeconomía para tener una visión completa de esta interrelación; aspecto que a mi entender alguna vez se nos olvida.

En efecto, el préstamo no solo juega un papel fundamental en la visión macroeconómica de la oferta –el sesgo expuesto de relevancia hasta el momento al hablar de empresa como organización–, sino que también es fundamental cuando analizamos el consumo, la demanda. El crédito también impulsa el consumo, consumo sin el cual la cuenta de resultados de las empresas se resentiría o la haría inviable. Lo de inviable puede parecer una exageración, sin embargo no lo es pues existen actividades económicas para las cuales es fundamental, como es el caso de la construcción, por cierto en todas sus vertientes: desde la obra pública a la obra residencial.

Por tanto, tal y como se ha expuesto, en una visión mucho más amplia de la que algunas veces se hace y que aquí se ha querido recoger, se podría concluir que el crédito es vital para la empresa. Lo es tanto para estructurar su actividad como también lo es para su supervivencia, dado que la misma depende de los ingresos, además de que en algunos casos esos ingresos podrían no existir o ser insuficientes de no existir el crédito a particulares. Sin crédito no hay vida para la empresa o al menos la misma es muy reducida, no más allá de una economía de supervivencia donde las empresas desempeñan un papel muy por debajo de a lo que hoy estamos acostumbrados.

No se debería, por tanto, olvidar la importancia que tiene el crédito tanto en la empresa como más allá de la misma. Cierto que esta crisis, donde solo encontramos precedentes y comparaciones en el tremendo *Crack* del 29, ha estado motivada por el enorme nivel de endeudamiento acumulado por el sector privado –empresas y familias–, pero de ahí a demonizarlo hay mucho camino. Sin embargo, la ausencia del mismo ha profundizado aún más los efectos del estallido de la "burbuja crediticia", en la reciente y tremenda crisis sufrida.

El estallido de la burbuja condujo a una situación en que los prestamistas no estaban dispuestos a diferenciar, o no podían hacerlo, entre problemas de liquidez y solvencia. Fueron muchas las empresas que se vieron abocadas al cierre, con la pérdida de puestos de trabajo consiguientes. En el caso español, además, agravado con el sector constructor, en el que, como se ha manifestado anteriormente, se depende especialmente del crédito para la supervivencia de la actividad. Conviene –eso sí, en el aspecto del crédito empresarial, imposible en la vertiente de consumo–, poner en cuestión la política de financiación llevada a cabo por las empresas.

Durante mucho tiempo, para los directores financieros era tan fácil obtener préstamos a través del canal bancario que se olvidaron de la necesidad de diversificación, baste señalar que había empresas que cotizaban en BME y sin embargo no tenían ni *rating*, sin el cual, como bien se sabe, es muy difícil encontrar compradores para los bonos y obligaciones emitidas, además de encarecer la financiación. Para muchos responsables financieros, no todos, una diversificación del crédito no era necesaria.

Nuevamente, y una vez más, se sigue sin entender la necesidad de diversificar, algo común a casi todos los aspectos económicos. Las justificaciones dadas en aquel momento eran múltiples: mayor coste, mayor nivel de información, mayor trabajo innecesario, mayor plazo para la obtención. Muchas de esas justificaciones eran fácilmente reprobables e injustificadas, por ejemplo los activos financieros presentan, normalmente, una amortización única que coincide con el final del préstamo –estructura *bullet*– frente al sistema de amortización francés que va amortizando periódicamente con el pago de los intereses típico de un préstamo bancario.

Dicho así puede parecer no tener importancia, sin embargo, sí la tiene: en el activo financiero emitido por la empresa, la misma no se descapitaliza –perdiendo recursos– pues puede ir haciendo una provisión para la amortización, incluso refinanciar al vencimiento del activo financiero; mientras que en el sistema francés la empresa periódicamente se va descapitalizando. Por tanto y si hasta el momento parecía clara y clave la necesidad del crédito para ordenar los recursos productivos, también para impulsar la cuenta de resultados, en base a su importancia la empresa debía haber diversificado las fuentes de financiación.

El aspecto de la diversificación y su importancia queda perfectamente resaltado si tenemos en cuenta el Memorándum de Entendimiento (MoU por su acrónimo en inglés). El gobierno español se vio en la necesidad de firmar una serie de condiciones en julio de 2012 para recibir las ayudas que posibilitaran la reorganización del sector bancario en España, en estas condiciones o imposiciones se recogía, entre otras, las necesidades existentes para abrir nuevas vías de financiación a las empresas, especialmente en materia de mercados financieros y, también, cómo no, en la financiación alternativa o *shadow banking*.

Ciertamente España contaba con segmentos de mercado para la emisión y negociación de la renta fija pero por las características de los mismos estaban destinados a grandes empresas, aún cuando como se ha manifestado algunas de las empresas del selectivo español ni siquiera tenían *rating*, pero no existía esta posibilidad para las medianas y pequeñas empresas. Fruto de esta necesidad, pero también de la disposición del MoU, hoy contamos con el Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF. España daba así un paso más, impuesto por la condiciones de rescate, hacia una modernización de sus estructuras de financiación, al igual que el resto de los principales países Europeos como: Francia, Reino Unido, Italia o la propia Alemania.

Paralelamente al MARF y a esa pérdida de monopolio del crédito bancario, a veces debido la descongestión del mercado del crédito –Capital Riesgo–, y otras debido a nuevas formas de financiación –por ejemplo *crowdlending*– al hilo de lo que ocurre en otros países, hoy el crédito comienza a fluir para nuestras empresas.

Con todo hay algo que no se debería olvidar: el crédito es vital para la empresa y precisamente por ello la misma necesita diversificar sus fuentes de financiación. Hoy surgen otras posibles necesidades como por ejemplo regular los nuevos mecanismos de financiación alternativa, pues ciertamente podemos afirmar lo vital que es el crédito y también que el crecimiento desordenado del mismo conduce a una profunda depresión. ■

2. MERCADOS DE RENTA FIJA EN 2015: Q.E. Y SU EFECTO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA

Jose Maria Capapé
Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

La "Dutch East India Company" fue la primera empresa europea en emitir un bono "corporativo". Tuvo lugar en 1620 y la operación tenía como objetivo financiar los viajes de comercio con especias. Desde entonces se han realizado muchas emisiones de bonos por parte de empresas europeas, aunque difícilmente se habrá presenciado una actividad de tal calibre como en 2015. Está siendo un año de récords para el mercado de bonos denominados en euros: máximo volumen de la historia emitido en un primer trimestre (116.000 millones de euros); operación de mayor tamaño por parte de una empresa estadounidense (8.500 millones de euros emitidos por Coca-Cola); primera vez que un bono corporativo (Nestlé) con vencimiento superior a doce meses cotiza con rentabilidad negativa. No es casualidad que los listones hayan sido superados precisamente en los primeros meses de 2015.

El riesgo de crédito corporativo ya gozaba de especial predilección por parte de los inversores desde la crisis iniciada en 2007. Sin embargo, la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE) ha supuesto un renovado apetito por los bonos de empresas no financieras, tanto *investment grade* como *high yield*. El depósito con rentabilidad negativa para los bancos europeos establecido por Draghi y, sobre todo, el plan de compras de bonos (principalmente de soberanos y agencias, pero también de titulización y *covered bonds*), ha provocado una demanda por activos de renta fija nunca visto anteriormente. Sin entrar en disquisiciones sobre la idoneidad de la actual estrategia del BCE y, sobre todo, de las posibles distorsiones que puede provocar en el mercado[1] (rentabilidades, precios relativos entre activos, alimentación de demanda no sostenida a futuro, etc), el hecho cierto es que el llamado *"quantitative easing"* (o por sus siglas, QE) supone un antes y un después en el mercado de renta fija europea. La liquidez inyectada por parte del BCE es significativa: 720.000 millones de euros, a un ritmo de 60.000 millones de euros mensuales, frente a los 300.000 millones de euros de emisiones de bonos, netas de vencimientos, estimadas para todo el 2015.

Los bonos de empresas no financieras no forman parte del plan de compras del BCE, pero se ven contagiados por puro efecto del valor relativo que inmediatamente ofrecen con respecto al resto de bonos emitidos por entidades públicas y financieras. Las estadísticas vuelven a hablar por sí solas: el volumen

[1] Hayek, premio Nobel de Economía en 1974, ya alertaba de los efectos perniciosos que la política monetaria puede provocar en los precios relativos de los bienes, y su importancia como señales de información.

de emisiones de bonos corporativos en el mercado euro en el primer trimestre de 2015 se ha incrementado en un 64% con respecto al mismo periodo de 2014. Pero la influencia del QE en el mercado de bonos corporativos no debe medirse únicamente por los volúmenes de emisión. El escenario de tipos de interés nulos (o casi) provoca que los inversores vayan en busca y captura de activos financieros que ofrezcan un mínimo de rentabilidad, incluso si esto supone invertir en bonos de larga duración. En el primer trimestre de de 2015, un 63% de los bonos corporativos en euros fueron emitidos con plazos superiores a los 7 años, frente al 49% de 2014, o 38% de 2013. Evidentemente, otro elemento clave para evaluar la influencia de la política monetaria expansiva del BCE es la significativa rebaja del coste de financiación de las empresas europeas en los últimos meses. ¿Quién podía imaginarse hasta hace bien poco que una empresa *investment grade* emitiera un bono con vencimiento superior a 10 años con un cupón inferior al 1,5%? ¿O que una compañía *high yield* se financiara a 7 años a menos de un 4%?

Las empresas españolas, al igual que sus comparables europeas, han podido disfrutar de la euforia actualmente existente en el mercado de bonos. De los 4.700 millones de euros de emisiones públicas de bonos realizadas por empresas españolas en el primer trimestre de 2014, se ha pasado a los 6.900 millones en el mismo periodo de 2015. Una alta proporción de los bonos emitidos han sido con vencimientos superiores a 7 años, y en el caso de los emisores *investment grade,* todos con cupones inferiores al 2%. También se ha realizado la primera emisión sin *rating* de tamaño *benchmark* de la historia financiera reciente en España[2].

La mayoría de las compañías de nuestro país no están buscando un mayor apalancamiento, sino aprovechar los actuales tipos de interés y diferenciales de crédito para optimizar su estructura financiera. El préstamo tradicional bancario sigue siendo fundamental, pero para aquellas empresas con tamaño suficiente para acudir al mercado europeo de renta fija, los bonos ofrecen evidentes ventajas: diversificación de fuentes de financiación, unos mayores plazos, así como una mayor flexibilidad en los *covenants* (si los hay).

Una parte significativa de las emisiones realizadas durante los últimos meses no han tenido como objetivo incrementar la liquidez, sino más bien alargar el perfil de vencimientos de deuda a través de los llamados ejercicios de *liability management,* ejecutados a través de diferentes mecanismos[3]. Durante este año, tres empresas españolas (Iberdrola, Enagás, y Red Eléctrica) han realizado operaciones de estas características, ofreciendo a los inversores recomprar bonos existentes al mismo tiempo que lanzaban una nueva emisión a plazos más largos.

Otra oportunidad que ofrece actualmente el mercado es optimizar la estructura de capital realizando emisiones de deuda híbrida. Este tipo de deuda, que posee elementos característicos propios, permite la mejora de los niveles de apalancamiento tanto desde el punto de vista contable como de las agencias de *rating*[4]. La emisión realizada por Repsol, por importe total de 2.000 millones de euros, es buen ejemplo de ello[5].

El mercado de bonos corporativos españoles está en plena expansión. No solo en tamaño, sino en número de emisores y variedad de estructuras. Todavía queda camino por recorrer hasta que los bonos alcancen la relevancia disfrutada en otros países, pero es evidente que las distancias se han acortado de forma significativa.

El mercado de bonos corporativos se ha visto favorecido –y mucho– por el QE del BCE, pero atención a la implacable realidad de los "efectos no deseados" y a la sombra de una potencial burbuja que pueda estar acechando. En cualquier caso, el director financiero de la "Dutch East India Company" se quedaría asombrado del desarrollo del mercado del que fue pionero. Desconozco su nombre, pero bien se merece una estatua en la londinense "Fleet Street". ■

[2] ACS emitió un bono, sin *rating*, por importe de 500 millones de euros (es decir, tamaño *benchmark*), y cupón 2,875%.

[3] Los ejercicios de *liability management* pueden estructurarse de diversas formas. Una de ellas es la financiación de una oferta de recompra de bonos *(Tender offer)* mediante una nueva emisión. Otra alternativa es realizar un canje de bonos existentes *(Exchange offer)* por nuevos bonos.

[4] Las agencias de *rating*, dependiendo de su metodología y las características propias de la emisión de bonos híbridos, reconocen, al menos parcialmente, una parte del volumen emitido como capital.

[5] Repsol emitió en el mes de marzo de 2015 dos bonos híbridos por importe de 1.000 millones cada uno. Uno de ellos, perpetuo con cupón 3,875% y periodo *"non-call"* de 6 años; y otro de plazo 60 años, cupón 4,500% y periodo *"non-call"* de 10 años.

3. NUEVAS FUENTES DE FINANCIACIÓN NO TRADICIONALES

José María Domínguez Isusi
Director Mercado de Capitales Banco Sabadell

Tradicionalmente en España las empresas han tenido una dependencia de la financiación bancaria casi absoluta. La gran excepción han sido algunas grandes multinacionales españolas y el sector financiero que han utilizado los mercados de capitales de forma más o menos recurrente.

Esta situación ha empezado a cambiar desde el inicio de la crisis financiera que comenzó durante los años 2007 / 2008. Para hacernos una idea del cambio que se está produciendo en las empresas españolas en lo referente a sus políticas de financiación basta con mencionar que desde enero del año 2013 más de 35 empresas han acudido por primera vez a los mercados de capitales para financiarse.

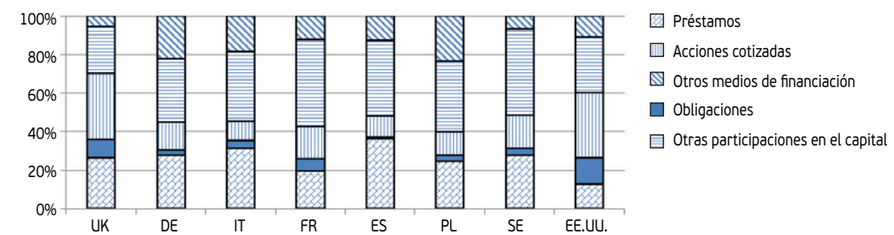
Pero lo más destacable es que en este grupo de empresas hay desde grandes multinacionales hasta pymes que han utilizado una gran diversidad de instrumentos en función de sus necesidades y estrategia.

Esta tendencia parece que seguirá acentuándose ya que, además de las propias empresas, hay otros interesados en que las empresas puedan financiarse recurrentemente sin depender exclusivamente del sector financiero. Entre éstos, podemos citar a la Comisión Europea, que el 18 de febrero de 2015 ha publicado su *Green Paper: Building a Capital Markets Union.* El objetivo de este documento o *Green Paper* es recabar de los diferentes participantes del mercado sus opiniones sobre cómo lograr que en el año 2019 la Unión Europea tenga un mercado de capitales único con los siguientes objetivos principales:

- Reducir la fragmentación actual del mercado europeo.
- Mejorar el acceso a la financiación de todas las empresas europeas así como los proyectos de inversión a largo plazo en infraestructuras (con especial hincapié en las *start-ups* y las pymes).
- Facilitar a las empresas diversificar sus fuentes de financiación atrayendo inversores de todo el mundo.
- Conseguir un mercado que sea más eficiente de tal forma que la relación entre los inversores y aquellos que necesitan financiarse sea más práctica y eficaz.

¿A qué se debe esta iniciativa? Según datos publicados en el *Green Paper* de la Comisión Europea, las empresas europeas tienen una excesiva dependencia del sector financiero (o bancos) a la hora de financiarse si lo comparamos con otras economías como la de EEUU o el Reino Unido. En el gráfico 1 se puede apreciar claramente como en EEUU las empresas utilizan los bonos en mayor medida que las empresas de los principales países europeos si lo comparamos con la utilización de los préstamos.

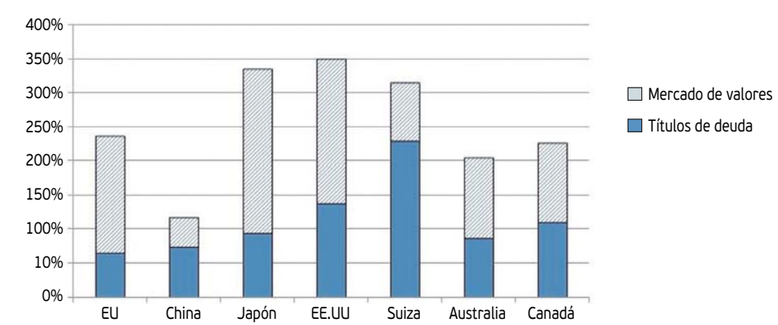
Gráfico 1. **Desglose del modelo de financiación de las empresas en diferentes países.**



Fuente: *Green Paper: Building a Capital Markets Union* de la Comisión Europea.

En el mismo documento de la Comisión Europea se presenta un análisis sobre el porcentaje del PIB que representa la financiación de las empresas en los mercados. En el Gráfico 2 se puede apreciar como en las economías de EEUU, Japón o Suiza las empresas utilizan más el acceso a los mercados de bonos que en Europa. Incluso en economías más pequeñas o menos desarrolladas como es el caso de Australia, Canadá o China la financiación a través de bonos de sus empresas representa un mayor porcentaje sobre su PIB en comparación con la Unión Europea.

Gráfico 2. **Capitalización bursátil y títulos de deuda en porcentaje sobre el PIB.**



Fuente: *Green Paper: Building a Capital Markets Union* de la Comisión Europea.

Además del mencionado interés de la Comisión Europea cabe destacar el interés de los diferentes Estados miembros en que sus empresas tengan acceso a mayores fuentes de financiación. Por ejemplo, en el caso del Estado Español se ha apoyado no sólo la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) para promover que las pymes españolas accedan a los mercados de capitales para diversificar sus fuentes de

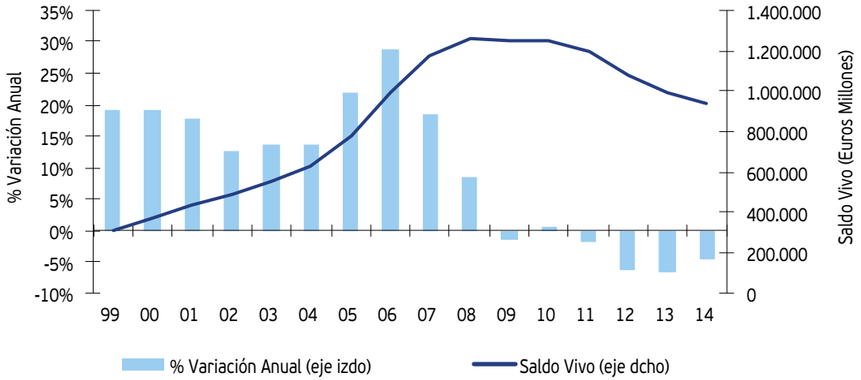
financiación de forma más sencilla y económica, sino que además se han modificado ciertas leyes para facilitar el desarrollo de dicho mercado.

NECESIDAD DE QUE LAS EMPRESAS DIVERSIFIQUEN SUS FUENTES DE FINANCIACIÓN

¿Por qué es importante para las autoridades europeas y nacionales que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiación? La respuesta es bastante sencilla. En primer lugar, para que la economía funcione con mayor estabilidad es necesario que las empresas puedan financiarse correctamente y para ello es necesario que el crédito y la liquidez fluyan. Por lo tanto, cuanto mayor diversificada sea la financiación de las empresas, menor dependencia habrá de los bancos así como de los ciclos económicos.

En el Gráfico 3 se puede observar la evolución del crédito del sector financiero a las empresas españolas en términos absolutos y la tasa de variación anual. Desde el año 2008 hasta el cierre del año 2014 el saldo vivo ha caído aproximadamente 317.000 millones de euros debido a la recesión y a la mayor necesidad de capital de los bancos así como a la concentración que ha sufrido el sector bancario.

■ Gráfico 3. **Evolución Crédito al Sector Privado en España (1999-2014).**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de España.

Además, cabe destacar que con la llegada de Basilea III, los bancos tendrán mayores necesidades de capital a la hora de prestar y lo que es peor, los préstamos a más de 5 años serán más difíciles de obtener debido a que éstos consumirán más capital cuanto más largo sea el plazo de los préstamos.

FUENTES NO TRADICIONALES DE FINANCIACIÓN

¿Qué son las fuentes de financiación no tradicionales? Básicamente nos referimos a financiación obtenida de fuentes distintas a los bancos. Podemos clasificar la financiación no bancaria en dos grandes grupos: 1.) Operaciones cotizadas en mercados y 2.) Operaciones privadas entre fondos y emisores que en muchos casos no hacen publicidad de las transacciones realizadas ya sea por interés de los emisores o de los propios financiadores que desean mantener la confidencialidad.

Operaciones Cotizadas

Las emisiones públicas de bonos o pagarés cotizan en mercados organizados. Estas operaciones son públicas y es relativamente fácil recabar información sobre ellas. En el Gráfico 4, podemos ver algunos ejemplos de empresas españolas que durante los últimos dos años han realizado por primera vez emisiones de pagarés o bonos cotizados en mercados públicos europeos:

■ Gráfico 4. **Algunos ejemplos de empresas españolas que han emitido bonos o pagarés en los mercados de capitales desde enero de 2013.**

Fuente: BondRadar.

Como decíamos en la introducción de este artículo la diversidad de empresas españolas que han decidido emitir bonos o pagarés por primera vez es destacable:

- Multinacionales cotizadas en el IBEX35 (Ferrovial o Prosegur). Normalmente estas operaciones son de un importe superior a los 500 millones de euros.
- Grandes Empresas (Gestamp, Ence o Agbar). Suelen ser operaciones de importe superior a 200 millones de euros.
- Pymes que han emitido bonos y los han cotizado en el MARF (Copasa, Tecnocom, Grupo Ortiz). Las operaciones hechas en este mercado suelen tener un tamaño entre 30 millones de euros y 100 millones de euros.

Es destacable que algunas de estas empresas tienen una calificación crediticia de *Investment Grade* y otras de *High Yield*. Sin embargo, llama la atención que también ha habido empresas que han accedido por

primera vez a los mercados de capitales sin calificación crediticia (la coyuntura actual de bajos tipos de interés está favoreciendo que algunos inversores institucionales estén haciendo un análisis interno propio del riesgo sin contar con una calificación crediticia de agencias externas). Las siguientes son algunos ejemplos de empresas que han emitido bonos clasificadas por su calificación crediticia:

Calificación Crediticia	Empresas
Investment Grade	· Canal Isabel II (Baa2, BBB+) ADIF (Baa2, BBB+) DIA (Baa3, BBB-)
High Yield	· Antolín (Ba3, BB-) Almirall (Ba3, BB-) Aldesa (B2, B)
Sin Calificación Crediticia	· ACS Acerinox

Finalmente, no podemos dejar de mencionar las diferentes características y plazos de las emisiones realizadas por las empresas españolas. Destacar como ejemplos titulizaciones (El Corte Inglés), Bonos Convertibles (Indra) y Deuda Avalada o con Garantías (Grupo Antolín).

Además, algunas empresas han tenido un primer acercamiento a los mercados de capitales a través de programas de pagarés u operaciones a corto plazo (este es el caso de empresas como Barceló, Tubacex o Elecnor).

Operaciones Privadas

En el caso de las financiaciones o emisiones privadas que no cotizan en mercados organizados, la información disponible es escasa debido al hecho de que en muchos casos ni los inversores ni los prestatarios o financiados hacen pública esta información.

En general, las principales características de los *Private Placements* son operaciones sin *rating*, con mayor flexibilidad para el emisor, con un número reducido de inversores pero con un coste mayor para el emisor dado que los inversores generalmente mantendrán la posición a vencimiento y al no poder vender el riesgo en un mercado secundario exigen una prima de rentabilidad.

En cualquier caso, está claro que cada vez hay más fondos especializados que se dedican al *Direct Lending*. En el pasado estos fondos se dedicaban principalmente a *mezzanine debt* o *distressed debt* pero hoy en día existen cada vez más fondos que se dedican a financiar a empresas solventes ayudando de esta forma a que éstas puedan diversificar sus fuentes de financiación.

Por un lado existen fondos de EEUU o Reino Unido, donde los mercados de *Private Placements* están más desarrollados, que están invirtiendo o prestando directamente a empresas españolas. Algunos ejemplos son ICG, Taconic Capital Advisors, BlueBay, KKR, Hayfin Capital Management o HIG Whitehorse. Otros fondos extranjeros han creado vehículos locales en España para prestar directamente a empresas españolas. Este es el caso de Bravo Capital (que tiene como accionistas a JZ Capital Partners y Avenue Capital). Bravo Capital ha hecho operaciones por un importe superior a 300 millones de euros durante el año 2014.

También existen cada vez más compañías aseguradoras que tienen interés en invertir en *Private Placements* dadas las mayores rentabilidades y sobre todo los plazos más largos de estas operaciones. La débil situación económica y las políticas monetarias del BCE están provocando que las rentabilidades de la renta fija tradicional sean cada vez menores por lo que las aseguradoras están analizando nuevos activos con rentabilidades superiores para sus carteras.

Finalmente, destacar el desarrollo de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre por la que se regulan las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado en España. Sin duda, esta figura puede ser una ayuda a la aparición doméstica de inversores que ayuden a desarrollar el mercado de Private Debt o Colocaciones Privadas en España.

A pesar de la opacidad (falta de registro y de información pública) sobre las operaciones realizadas en formato *Private Placement,* sí se conocen algunas operaciones publicadas por la prensa o por algunos fondos de inversión especializados. Concretamente, en España Vitaldent y Gestión Integral de Aguas de Huelva han sido empresas que han hecho *Private Placements* recientemente.

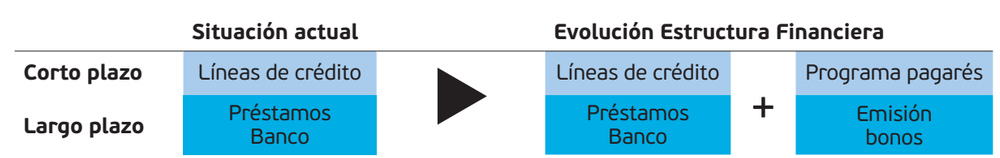
CONCLUSIÓN

El desarrollo de las fuentes de financiación alternativas será cada vez mayor. Esto ocurrirá por el propio interés de las empresas y porque los gobiernos y organismos públicos también están adoptando medidas que ayuden a las empresas a obtener esta diversificación en sus fuentes de financiación de tal manera que la economía sea más robusta.

Dicho esto, hay que entender que las empresas no deben sustituir el 100% de la financiación bancaria por otras fuentes de financiación. Estarían cayendo en el mismo error e incurriendo en los mismos riesgos financiando el 100% de sus necesidades a través de los mercados de capitales, ya sea a través de operaciones públicas o privadas, que si recurren a la banca para financiar todas sus necesidades.

En el Gráfico 5 podemos ver cómo debe evolucionar la estructura financiera de las empresas españolas. El mix idóneo de financiación variará para cada empresa en función de su estrategia, sector, tamaño y estructura financiera entre otras variables.

■ Gráfico 5. **Estructura idónea de financiación de la empresa española.**



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, destacar que entre las ventajas para las empresas de diversificar sus fuentes de financiación están la mayor flexibilidad de estructura y *covenants*, alargar los vencimientos de sus financiaciones, conseguir vencimientos *bullet* y la publicidad y visibilidad (en caso de operaciones públicas). ■

4. EL MERCADO DE BONOS PARA MEDIANAS EMPRESAS

Álvaro Canosa
Director de Renta Fija Bankia

Durante estos últimos años, en especial entre los años 2011-2013, las compañías españolas, y de forma especial las medianas empresas, han desarrollado una tarea intensa para el mantenimiento del negocio y su supervivencia: la apertura de todas las fuentes posibles de financiación corporativa adicionales a la deuda bancaria. Esto se ha hecho cubriendo todos los instrumentos, desde las alternativas de financiación de circulante (*confirming, factoring,* descuento de efectos, titulizaciones de recibos o facturas), o las de activos fijos a largo plazo, para acabar llegando a los nuevos instrumentos de deuda para las medianas empresas, los bonos y programas de pagarés emitidos desde diciembre de 2013 en la nueva plataforma de emisión MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija).

El IEB nos ha pedido que participemos dando nuestra visión de este mercado desde el lado de una mesa de renta fija, con foco en el mercado de capitales español, e intentaremos darla tal como lo la hemos percibido desde una entidad que ha buscado servir a este segmento de empresas medianas con intensidad en todos los productos.

SU ORIGEN

El bono a medianas empresas, más que una innovación, es una convergencia hacia lo que otros mercados europeos habían desarrollado unos años antes, o lo que el mercado de colocaciones privadas en USA, con bonos de alto rendimiento o *High Yield,* habían conseguido ya bastantes años atrás impulsados por una base inversora institucional experta y buscadora de valor relativo y por una banca de inversión muy activa en abrir oportunidades de desintermediación.

Como aquí no se daban inicialmente los mismos ingredientes, el impulso inicial vino de los reguladores: desde la UE con la Comisión y el BCE; y en España, con especial determinación, el del regulador español desde el Ministerio de Economía. La creación del MARF era una reforma necesaria y su desarrollo ha mostrado efectos positivos. Cubre una necesidad estructural financiera de las empresas de mediano tamaño, complementaria al mercado de bonos tradicional.

QUÉ APORTA

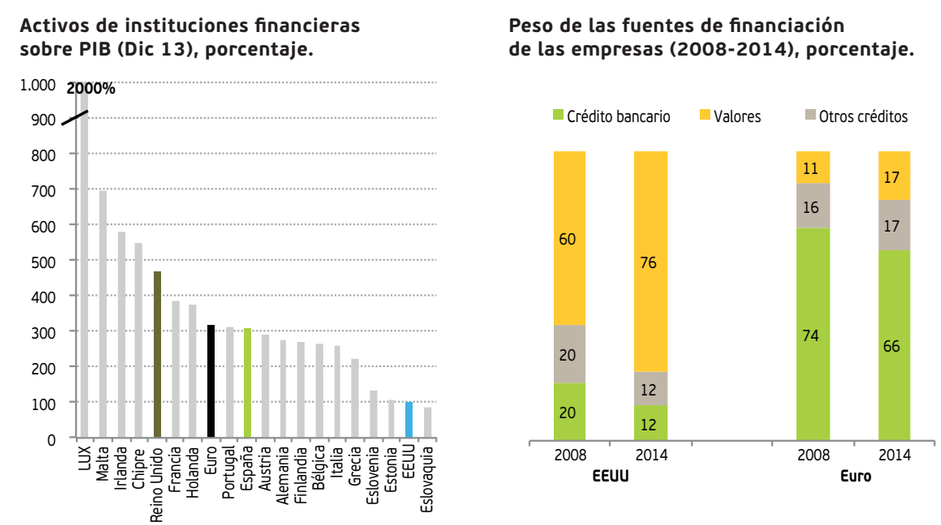
Primero, acceso al mercado de capitales. Rellena un hueco que estaba vacío en el mercado de renta fija, por debajo de los mercados organizados oficiales habituales (CNMV, Bolsa de Irlanda, Luxemburgo, etc.), a los que no sustituye sino complementa.

Al dirigirse de forma exclusiva al inversor cualificado, con nominal unitario de 100.000 euros y un formato de "cuasi-colocación privada", hemos podido comprobar que le permite ser una plataforma flexible, de ejecución más rápida, con menos requisitos regulatorios (preparación de estados financieros, folleto simplificado, etc.), y permite acceso a emisores que no habrían podido acceder a las plataformas tradicionales.

Segundo, diversificación. Una de sus virtudes es que permite cumplir siempre, o casi siempre, y de forma demostrada en la crisis, el silogismo de "siempre hay volumen de financiación a un precio" que es un principio de equilibrio de los mercados organizados. Parece una obviedad, pero no siempre lo es, o al menos no lo ha sido durante los años 2011-2013, por la excesiva dependencia del sector bancario, y cómo afectaron a éste los nuevos y sorpresivos escenarios regulatorios y de situación de los mercados tradicionales de *funding* o financiación mayorista. Los nuevos requerimientos de capital; la caída de liquidez por el cierre intermitente de los mercados mayoristas de bonos, del REPO bilateral, cámaras, interbancario, etc., todos estos factores combinados perjudicando las fuentes de financiación y, secundariamente, la posibilidad de dar crédito.

Aquí está quizá la clave principal del producto, que es la diversificación de base inversora y descorrelación en la toma de decisiones con el sector bancario tradicional. Si comparamos en 2015 la deuda bancaria en una mediana empresa *mid-cap* vemos que sus relaciones bancarias de crédito abarcan entre 5 y 10 bancos domésticos que son, casi con seguridad, todos los posibles tras el fuerte proceso de concentración bancaria en España. Si miramos, en cambio, el universo o número de potenciales inversores de un bono, veremos que pasan de los 30 en una colocación de 50 millones de euros y de 60 en una de 100 millones, y una buena parte de ellos serán europeos.

Gráfico 1. **Alto grado de "bancarización" de las economías europeas.**



Fuente: Servicio de Estudios de Bankia

Esta base inversora se mueve y piensa en términos de expectativa de ratio "riesgo-recompensa", con un balance mucho más simple que el de un banco, y sin sus requerimientos de capital y liquidez estructural. Por tanto, ventajas de más diversificación, internacionalización y descorrelación con la banca.

Si miramos otras jurisdicciones, en especial la de EEUU, vemos que el grado de bancarización de España estaba en el rango alto de los países comparables, como se puede ver en el siguiente gráfico del Servicio de Estudios de Bankia. (Ver gráfico 1).

SU FUTURO

Creemos que los bonos para mediana empresa en el MARF han venido para quedarse y evolucionar post-crisis siguiendo el interés de inversores y emisores. Al ser un producto reciente, junto a sus innegables virtudes, tiene todavía algunos aspectos que creemos se mejorarán con la práctica. Vemos varios:

- **Selección de proveedores-partícipes en el mercado**. No ha pasado el suficiente tiempo para que opere la selección natural de los proveedores, de forma que queden los que mejores credenciales y trabajo hayan demostrado, tanto de asesores registrados, como de bancos directores de las emisiones y colocadores.

- **Transparencia y calidad de información de los emisores:** Debería converger con los estándares de bonos de euromercado, sin llegar al grado de exigencia de un mercado oficial tradicional como CNMV. Puede quitar flexibilidad y rapidez de ejecución pero creemos que la información de calidad va a ser una demanda constante y creciente de los inversores.

- **Falta base inversora doméstica.** Los inversores actuales de bonos MARF son inversores institucionales a vencimiento como compañías de seguros, fondos de pensiones, carteras estructurales o libro de inversión de bancos, Sicavs gestionadas para banca privada, etc.

  Si lo comparamos con otros países con más trayectoria, vemos que existe una diversidad de entidades especializadas en gestionar portfolios de *High Yield* de medianas empresas, con capacidad de análisis suficiente y rapidez de decisión para poder participar en procesos de emisión en primario.

Nuestra experiencia es que en términos relativos, al compararla con los volúmenes gestionados, la capacidad de inversión doméstica en bonos de medianas empresas es todavía corta, siempre en términos relativos, y por tanto mejorable.

La base inversora tradicional española ha estado muy enfocada en criterios de selección por *rating* y liquidez mínima, y quizá menos en el retorno o *Yield,* incluso cuando ofrecía valor relativo atractivo. Esto le ha hecho estar muy enfocada en bonos *investment grade*, mínimo BBB-, y con razonable liquidez en secundario para acomodar portfolios de forma dinámica.

Actualmente un bono BBB- domestico a 5 años está en *yields* entre 1,10% y 1,50%, con el Tesoro al [0,78%[6]]. Hay, sin embargo, oportunidades de inversión en bonos emitidos en el MARF en *yields* entre el 3.5% y 8% dependiendo del sector. Nos falta que estos inversores den el paso y se adentren en el producto, se levanten y gestionen fondos y vehículos de inversión especializados para comprar. Esperamos que los actuales tipos de interés y las escasas oportunidades de inversión en TIRes atractivas, harán que se dediquen más recursos e inversión por parte de los inversores en este segmento y esta capacidad se desarrolle y mejore.

- **Tema de la liquidez.** Son bonos especialmente aptos para carteras a vencimiento no lejanas al libro de inversión tradicional de un banco. Por el tamaño relativo pequeño de las emisiones, la liquidez real es limitada. El mercado secundario marca precios, pero en los casos en que no hay compradores y vendedores finales activos, puede haber excesiva apertura de precios entre compra y venta y más volatilidad de la que se justificaría con el riesgo subyacente del emisor.

- **Tasas de interés todavía altas.** El nivel que marca el mercado secundario se mueve en rangos entre el 3.25% y el 8%, lo cual es prueba de la diversidad de emisores que participan.

- **Dónde está hoy.** Tras el acelerón del crédito bancario desde septiembre de 2014, empujado por el nuevo escenario de liquidez macro y el *Quantiative Easing* (QE) del BCE (TLTRO, compras de cédulas y Tesoros, etc), ha llevado a que en abril de 2015 la financiación bancaria sea en la mayoría de los casos más competitiva: más barata en coste total, está alargando la vida media aproximándose al bono, y aflojando los *financial covenants.*

Sin embargo, creemos que seguirán usándolo con éxito dos segmentos: i) emisores de alta calidad crediticia y negocios estables y regulados (concesionarias públicas, etc) aunque de tamaño insuficiente para el mercado tradicional; y ii) segmento tipo *High Yield,* en sectores diversificados y en crecimiento, más apalancados, que pueden soportar tasas más altas de coste financiero a cambio de plazos más largos, con vencimiento *bullet* o en un único pago y ratios y restricciones contractuales obligatorias *(financial covenants)* más flexibles.

SUS EFECTOS EN EL MERCADO

Vemos que el papel del bono de mediana empresa en el MARF ha sido importante, no por sus cifras absolutas (258 millones de euros emitidos en 2014 en MARF, con 6 bonos, un 1,6% del total de *Corporates* Españolas por 16.050 millones de euros, en 34 emisiones, según estimaciones propias en base a información de Bond radar y Bloomberg; sino por **intervenir en la formación de precios del mercado financiero**, influyendo en los mercados de préstamos sindicados y en los bilaterales de la banca, como una alternativa de financiación real.

Desde el año 2014, cualquier precio para un nuevo préstamo sindicado de una mediana empresa debe mirar el plazo y el precio del bono como alternativa, que marca un techo de coste. Esto es una realidad hoy y probablemente uno de los efectos más positivos de la consolidación del producto. ■

[6] Mayo 2015

5. PROGRAMAS DE PAGARÉS EN EL MARF

Álvaro Bergasa
Mercado de Capitales Banca March

LA CRISIS COMO CATALIZADOR DEL ACCESO A LOS MERCADOS DE CAPITALES DE DEUDA

Hasta el año 2007 el concepto de acceso a los Mercados de Capitales de deuda únicamente era aplicable a unas pocas compañías españolas, principalmente las más relevantes del Ibex, las cuales accedían a este mercado como una vía más de financiación adicional a la bancaria, así como a compañías que operaban en sectores muy concretos, como el cable, y sumidas en un proceso de inversión muy significativo.

La crisis, que abarcó el periodo 2007-2015, ha provocado tres grandes cambios en el mercado de financiación de las compañías españolas:

- Ha resultado en una reordenación del sector bancario español, lo que se traduce en que, de las más de 60 entidades bancarias –incluyendo las cajas de ahorro– que operaban en 2006, actualmente está operando poco más de una docena.

- Con alcance internacional, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de una regulación más férrea por parte de los organismos supranacionales en lo que se refiere a la capitalización de las entidades bancarias que, en términos globales, han tenido que duplicar el peso relativo de su capital en relación con el de sus activos. Para conseguir este objetivo, y de forma muy simplificada, existían dos alternativas: ampliar el capital, con el consiguiente elevado coste para los accionistas existentes; y/o reducir el activo de las entidades bancarias, lo que implica canalizar menos liquidez al sistema mediante la reducción y no renovación a su vencimiento de la inversión crediticia existente. Si bien han aplicado una combinación de ambas alternativas, la realidad es que el efecto en la reducción de la inversión crediticia ha sido muy notable.

- Por último, y principalmente en el periodo 2010-2013, el coste de la liquidez en el sector bancario como consecuencia de la ausencia de apetito por parte de los inversores institucionales se ha traducido en un elevado coste de la financiación a los clientes de las entidades bancarias.

Este contexto se resume en que, de la noche a la mañana, las compañías españolas se encontraron con que se había reducido el número de proveedores de financiación y, las que quedaban activas, o bien no tenían interés estratégico por prestar activamente –redujeron balance– o, en caso de hacerlo, repercutían unos costes de financiación altos.

En paralelo a este contexto bancario, los inversores institucionales (aseguradoras, mutualidades, fondos de pensiones, gestoras…) se encontraban ante un escenario en el que la deuda pública de los países periféricos había dejado de ser atractiva y las alternativas de inversión eran limitadas.

Así, las compañías españolas empezaron a explorar la vía de financiación en los mercados de capitales enfocándolo de dos formas: bien como una necesidad de diversificar fuentes de financiación y alargar plazos de vencimiento; bien como herramienta competitiva, ya que el *gap* entre los costes de emisión en dichos mercados, que históricamente habían sido muy superiores a los de la financiación bancaria y por ende disuasorios, se había estrechado muy notablemente respecto al de la financiación bancaria.

El resultado ha sido que en los últimos años se ha experimentado un *boom* de emisores inaugurales nacionales en los mercados de capitales: Antolín, PortAventura, Madrileña Red de Gas, Aldeasa, Gestamp o Isolux son algunos ejemplos.

Los nuevos emisores mencionados han optado por emitir principalmente en el Euromercado, optando por las plataformas existentes en Irlanda, Luxemburgo y Holanda que, aparte de ser más dinámicas, están notablemente contrastadas. Además, en ellas han participado históricamente como estructuradores de las emisiones los principales bancos de inversión (JP Morgan, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Morgan Stanley….) y, en términos generales, requieren que las emisiones tengan un volumen mínimo de 200-250 millones de euros como consecuencia de los estándares de mercado.

La creación del MARF como una nueva plataforma ágil y flexible

En paralelo a la contracción del crédito por parte de las entidades bancarias y el desarrollo del acceso a los mercados de capitales de deuda por parte de nuevos emisores españoles, el regulador español desarrolló en 2013 el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) como una nueva plataforma de contratación multilateral. Esta iniciativa replicaba en cierta forma otras europeas de similar naturaleza, como el M-Bond Market de Alemania o el ExtraMOT Pro de Italia.

El MARF replicaba técnicamente la plataforma existente en AIAF, si bien se delegaba la función de supervisión de la misma a Bolsas y Mercados Españoles (BME) en lugar de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con el fin de dinamizar su funcionamiento.

De igual forma, el MARF se estructuró con una elevada flexibilidad, con la intención de poder competir en igualdad de condiciones en el Euromercado con Irlanda, Luxemburgo y Holanda.

En cualquier caso, y con objeto de limitar la comercialización de las emisiones que se pudiesen estructurar en MARF a inversores no cualificados, se han establecido dos requisitos básicos: que el importe nominal mínimo de la emisión no podrá ser inferior a 100.000 euros y que los inversores finales que adquieran las mencionadas *notas* emitidas en MARF estén calificados por la entidad colocadora como profesionales. Ambas limitaciones, en la práctica, impiden que se comercialice de forma masiva

la deuda emitida en MARF a inversores particulares y que el inversor natural del mismo sea el inversor institucional.

Como resultado, desde la creación del MARF, se han realizado más de 10 nuevas emisiones de compañías españolas con importes que oscilan entre los 30 y los 75 millones de euros y que, por volumen, no habrían tenido capacidad de llevar a cabo una emisión en Euromercado.

EL DESARROLLO DE NUEVOS PRODUCTOS EN MARF: PROGRAMAS DE PAGARÉS

En MARF, si bien es cierto que AIAF es una plataforma igualmente válida, Banca March ha desarrollado Programas de Pagarés para compañías españolas sin *rating*.

Hasta la fecha, se pueden diferenciar tres tipologías de productos: emisiones de bonos corporativos a largo plazo, en que englobaríamos los *Project Finance,* vehículos de titulización y Programas de Pagarés a corto plazo.

El Programa de Pagarés desde el punto de vista del emisor

El Programa de Pagarés se caracteriza por ser una herramienta de financiación alternativa para empresas españolas que, si bien permite un acceso a fuentes distintas de las bancarias, su principal objetivo es la optimización de los recursos a corto plazo.

La lógica es que la canalización directa de la liquidez del inversor institucional a la compañía española, sin necesidad de pasar por la transformación bancaria, siempre supondrá un ahorro de costes.

Las entidades bancarias obtienen gran parte de su financiación a partir de depósitos o emisiones en los mercados de capitales –bajo distintos formatos– de los inversores institucionales. Adicionalmente al coste de la liquidez en sí misma, en el proceso de desintermediación –formalización de préstamos y créditos– con las empresas españolas, las entidades financieras repercuten sus costes de estructura –sucursales y plantilla, entre otro– de capital, así como su rentabilidad esperada.

El resultado hasta la fecha es que cinco grandes compañías españolas, y muy posiblemente muchas otras en los próximos meses, han optado por adoptar esta alternativa en sus estrategias de financiación. Elecnor, Tubacex y Europac, tres empresas cotizadas en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid, Grupo Barceló, una de las principales compañías hoteleras europeas y COPASA en el sector de infraestructuras, han accedido a este mercado, con Programas de Pagarés con un límite total de 400 millones de euros.

Cuatro de los cinco programas han sido estructurados por Banca March, que actúa como Asesor Registrado y Entidad de Pagos, y son distribuidos a los inversores institucionales por el propio banco en calidad de Entidad Colocadora.

Cabe destacar también, los avances desarrollados por MARF en relación con este producto, ya que actualmente se pueden formalizar Programas de Pagarés con plazos de emisión de hasta 24 meses, lo cual es una notable ventaja cualitativa respecto a otras plataformas internacionales.
El Programa de Pagarés tiene una serie de ventajas, ya que permite:

- Optimizar los costes de financiación bilateral con las entidades bancarias, puesto que siempre existe la alternativa de emitir bajo el programa, lo que convierte dichas emisiones en un *benchmark* a todos los efectos
- Redistribuir los límites de riesgo acordados con las entidades bancarias hacia otros productos: *factoring, confirming,* avales, financiación internacional….
- Ajustar los plazos de disposición de la liquidez en función de la demanda de la misma, es decir, adaptar las disposiciones a las necesidades de circulante sin incurrir en costes de disponibilidad
- Reducir la concentración bancaria con determinadas entidades
- Abrir el acceso a nuevos proveedores de liquidez, al universo del inversor institucional, siendo un paso natural para un acceso futuro a Programas de Emisión a Medio y Largo Plazo (EMTN en terminología de Euromercado).

El Programa de Pagarés desde el punto de vista del Inversor Institucional

El éxito obtenido hasta la fecha por el Programa de Pagarés reside también en el enorme interés despertado entre la base nacional e internacional de inversores institucionales (aseguradoras, mutualidades y gestoras, tanto de fondos de pensiones como de fondos de distinta naturaleza).

Dichos inversores institucionales se encuentran actualmente ante un panorama en el cual las alternativas de inversión en renta fija a corto plazo son muy limitadas.

Tanto los depósitos bancarios como las Letras del Tesoro tienden a una remuneración nula o negativa, por lo que la asunción de determinados riesgos corporativos a corto plazo y en empresas de reconocida solvencia se entiende como una alternativa muy interesante.

Al mismo tiempo, la regulación desarrollada en relación al MARF permite que las inversiones en productos cotizados en dicha plataforma sean consideradas como inversiones aptas a efectos del cálculo de provisiones técnicas por la Dirección General de Seguros (DGS), lo que también facilita la participación en dicho producto.

La figura del Originador y Estructurador, Agente de Pagos y Colocador de un Programa de Pagarés

Si bien el Pagaré es un producto financiero sencillo y cuenta con una trayectoria histórica más que conocida, la realidad es que la emisión de Programas de Pagarés en una plataforma de contratación multilateral española de empresas sin *rating* supone un paso muy relevante en el mercado financiero.

En MARF se pueden distinguir principalmente tres figuras: el Asesor Registrado, quien en cierta forma se responsabiliza del asesoramiento en la originación y estructuración del producto, además de la coordinación del mismo a lo largo de su vigencia; el Agente de Pagos, que se encarga de toda la dinámica de cálculos y liquidaciones de los Pagarés; y la Entidad Colocadora, que comercializa los pagarés entre la base existente de inversores institucionales.

Si bien las compañías emisoras pueden acceder a este mercado de la mano de distintas entidades asumiendo cada una de ellas un rol distinto, el hecho de que sea una única Entidad Financiera la que, además de estructurar el programa (marco bajo el cual se van a realizar las emisiones de pagarés), lo distribuya entre inversores institucionales, es una ventaja.

La distribución de pagarés de compañías sin *rating* supone un esfuerzo de comercialización específico ya que se trata de un mercado que no existía hasta hace unos años. Requiere un análisis del riesgo de crédito del emisor por parte del inversor institucional, que ha de analizar la capacidad que tiene la compañía de afrontar sus compromisos de pago a corto plazo sin que exista un *rating*, si bien el MARF requiere que una agencia de *rating* registrada en ESMA, emita un informe de solvencia independiente. Con todo lo anterior, la compañía emisora ha de valorar correctamente en quién delega las labores de Asesor Registrado, Agente de Pagos y Entidad Colocadora, ya que el éxito del producto depende de la capacitación técnica de dicha entidad, o entidades, en estructurar correctamente el producto, las emisiones y la base inversora.

CONCLUSIÓN

Como conclusión, se puede afirmar que la reciente crisis financiera ha abierto la puerta a que determinadas compañías accedan a los Mercados de Capitales.

Al mismo tiempo, el desarrollo de la plataforma del MARF, se ha traducido una herramienta muy práctica, dinámica, ágil y flexible para canalizar el apetito de los inversores institucionales en riesgos de crédito de distintas naturaleza. El Programa de Pagarés ha pasado a ser una realidad para empresas de un determinado tamaño y calidad crediticia, que permite diversificar las fuentes de financiación y optimizar los costes financieros.

Como sucede con todo mercado en desarrollo, los partícipes han de perseverar en una estructuración de calidad, en la definición de unos subyacentes adecuados a la naturaleza del inversor y en una distribución adecuada del riesgo de crédito al inversor institucional cualificado. ■

6. TITULIZACIÓN Y FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

José Antonio Trujillo
Intermoney

En esta breve nota abordamos, en primer lugar, la cuestión de qué tipo de activos pueden titulizar las empresas no financieras y qué problemas enfrentan al hacerlo. A continuación se muestra cómo los fondos de titulización de cotización restringida, es decir aquellos cuyos bonos no pueden ser cotizados en mercados oficiales (aunque sí en plataformas alternativas como es el caso de MARF), son una alternativa para que las empresas de tamaño medio puedan acceder al mercado de capitales y también para estructurar operaciones de financiación directa no bancaria.

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Las empresas se pueden beneficiar de manera indirecta de la titulización si las entidades de crédito titulizan con facilidad y a buen precio los préstamos que conceden. En definitiva, la facilidad de refinanciación del crédito concedido por la banca debe repercutir en una mayor disponibilidad de recursos y mejores condiciones para la concesión de nuevo crédito. Esta práctica es habitual en nuestro mercado. Desde el año 2000, las entidades de crédito españolas han realizado operaciones de titulización de préstamos a empresas, pymes en su mayoría, por un importe superior a 300 mil millones de euros, tanto para su colocación en mercado como para obtener liquidez del Banco Central Europeo. Naturalmente, esta disponibilidad de recursos (financiación) a muy bajo coste, originada vía titulización de préstamos a empresas, no garantiza que la banca los traslade al sector empresarial.

Pero el acceso a financiación mediante titulización de activos no es una alternativa reservada en exclusiva a las entidades de crédito, entendidas en sentido amplio: bancarias, financieras, *leasing, renting,* etc. Es cierto que la realizada por éstas domina de manera abrumadora, pero también es una alternativa al alcance de empresas no financieras, aunque, como apuntamos a continuación, con mayores dificultades.

El balance de las entidades de crédito está compuesto fundamentalmente de activos que por su naturaleza son titulizables: derechos de crédito frente a terceros que generan flujos preestablecidos (aunque puedan ser cambiantes), instrumentados en un soporte jurídico (pólizas de crédito, préstamos, bonos, etc.) que permite la cesión del derecho a terceros de manera plena y con la posibilidad de desvinculación total del cedente respecto de la administración del activo (aunque lo más habitual es que éste continúe realizándola). La disponibilidad de este tipo de activos permite a las entidades de crédito utilizar técnicas de titulización, tanto para emitir bonos de titulización (a través de un vehículo) como para emitir desde su propio balance bonos protegidos, utilizando un vehículo de titulización para estructurar la garantía *(structured covered bond).*

Las empresas no financieras, por contra, en general no disponen de ese tipo de activos, pero sí pueden tener otros potencialmente titulizables. Entre estos distinguimos dos categorías: derechos de crédito en balance y flujos futuros. Es habitual que las empresas dispongan de derechos de cobro derivados de su actividad: facturas, pagarés, certificaciones, etc. En general estos derechos pueden ser cedidos a terceros, aunque sus características más habituales –importe unitario reducido, corto plazo, fragilidad jurídica, dependencia de la actividad corriente de la empresa– no imposibilitan pero sí dificultan y encarecen su titulización.

Además de derechos de cobro anotados en balance, las empresas pueden disponer de derechos derivados de contratos en vigor pero cuyos flujos todavía no pueden ser activados. Por ejemplo, ingresos futuros procedentes de concesiones administrativas, contratos de explotación de bienes y servicios, etc., que dan lugar a ingresos en concepto de peajes, consumo de energía, agua, alquileres, etc. También estarían en esta categoría los flujos de pagos futuros derivados de contratos de ejecución de obras y servicios. En definitiva, en todos los casos, flujos futuros derivados de contratos cuyo importe puede ser razonablemente estimado, pero cuya materialización depende de que la empresa preste el servicio o ejecute la correspondiente obra. Cuando se trata de derechos ya incorporados al balance (facturados), porque el servicio ya ha sido prestado o la obra ejecutada, en principio cabe una titulización con separación de la actividad del cedente, aunque en algunos casos pueda quedar algún vínculo de riesgo (reclamaciones, garantías de funcionamiento, etc.). Por el contrario, en el caso de flujos futuros la titulización difícilmente puede aislarse del riesgo del cedente. Por este motivo, cuando se trata de flujos futuros, para que la titulización pueda ser llevada a cabo con un mínimo grado de protección frente al riesgo operativo y de solvencia del cedente, es imprescindible que existan bienes o derechos vinculados a los flujos que puedan ser pignorados a favor del cesionario (inmuebles, maquinaria, contrato de concesión, etc.).

Además de las operaciones de derechos de crédito, típicamente realizadas por entidades financieras, y aquellas otras de derechos de cobro o flujos futuros, más habituales de las empresas no financieras, existe un tipo de operaciones de titulización que podríamos situar entre ambas. Se trata de operaciones de financiación de activos físicos (inmuebles, maquinaría, vehículos, naves, aeronaves, etc.), promovidas por empresas, y estructuradas a través de un vehículo de propósito especial (sociedad mercantil o sin personalidad jurídica) que adquiere los activos con el fin exclusivo de cederlos en uso mediante alquiler a la propia empresa. El ente titular de los activos, que no puede ser propiedad de la empresa, financia la compra mediante la titulización del flujo de alquileres, normalmente a través de un vehículo de titulización, a favor del cual se consigue un efecto equivalente a la pignoración de los activos. Este tipo de operaciones, en las que el titular de los activos puede tener distintos grados de responsabilidad sobre los mismos, son habituales en el mercado internacional, aunque hasta la fecha no se han realizado bajo legislación española.

El uso de la titulización permite acceder a las empresas de manera directa al mercado, sin embargo esta alternativa no siempre es posible o eficiente. Por supuesto, en primer lugar, se ha de disponer de activos o flujos futuros jurídicamente titulizables y en volumen suficiente. Además, los activos y los procedimientos operativos vinculados a los mismos han de satisfacer ciertos estándares de calidad desde el punto de vista de la titulización. La calidad en este caso se refiere a varios aspectos: calidad crediticia de los activos (de los deudores), eficiencia de los procedimientos de administración y riesgos asociados al proceso (en caso de insolvencia del cedente). Finalmente, la empresa debe ser capaz de gestionar de manera fluida la información de los activos, para hacerla accesible a terceros.

La titulización de derechos de cobro por parte de empresas, aunque sujeta a la misma normativa y exigencias de mercado que la titulización de derechos de crédito por parte de las entidades financieras, está sujeta complejidades particulares que dificultan su ejecución, especialmente si se pretende que una agencia de calificación asigne un *rating* a los correspondientes bonos. Aún más compleja es la titulización de flujos futuros, en la que un elemento fundamental como es la separación (de los derechos cedidos) en caso de quiebra del cedente, pierde significado, pues la quiebra en la mayoría de los casos conlleva la extinción del flujo. Una circunstancia que, como hemos mencionado, requiere pignorar algún tipo de activo que compense el riesgo, lo cual no siempre es posible.

La titulización compite con la emisión de deuda y con la financiación bancaria. En la actual situación de abundancia de liquidez y tipos de interés en mínimos históricos, aquellas empresas que por su tamaño y solvencia tienen acceso directo al mercado de capitales y al crédito bancario, difícilmente pueden obtener mejores condiciones titulizando. Sin embargo, la realidad es que aún en las condiciones actuales, en España el número de empresas no financieras que acceden al mercado de capitales es muy reducido. Si se excluye a las entidades financieras, menos de 200 empresas captan financiación en los mercados organizados; el resto depende exclusivamente del crédito bancario. Sin embargo, la posibilidad de utilizar la plataforma MARF está abriendo el mercado a empresas de tamaño medio que consiguen financiación a niveles competitivos con el crédito bancario y con menores ataduras. Ahora bien, no todas las empresas pueden acceder al mercado con deuda *senior unsecured* a tipos competitivos; para muchas de ellas la alternativa es utilizar la titulización.

TITULIZACIÓN MEDIANTE FONDOS PÚBLICOS O FONDOS DE COTIZACIÓN RESTRINGIDA

El tamaño de la empresa resulta ser un obstáculo insalvable para el acceso a los mercados organizados oficiales, un problema que se trata de paliar mediante la habilitación de plataformas de cotización más flexibles, como es el caso de MAB y MARF; también en la titulización ocurre algo parecido. La titulización que ha de cumplir con todos los requisitos para acceder a un mercados organizado oficial (por ejemplo AIAF) y disfrutar de todas las ventajas regulatorias (entre otras la de elegibilidad para ser descontables en BCE), no es viable para empresas de tamaño medio. Este es el caso de los fondos de titulización que denominamos "públicos", que están habilitados para emitir bonos que pueden cotizar en mercados organizados y ser distribuidos a todo tipo de inversores. Estos fondos no son el instrumento adecuado para empresas y operaciones de tamaño medio, pues es difícil que soporten los costes y requisitos exigidos a las titulizaciones cotizadas en mercado oficial, especialmente la obligación de obtener *rating* de dos agencias. Esta exigencia, que en la mayoría de los casos acaba siendo determinante, no sólo supone un elevado coste sino que, en ocasiones, debido a la metodología de las agencias, puede ser imposible de cumplir. Sin embrago, esto no significa que la titulización no pueda ser utilizada por empresas y para operaciones de tamaño medio, incluso pequeño: existe la opción de utilizar un fondo de titulización pero renunciar a la cotización en mercado oficial y limitar la colocación a inversores cualificados. De manera informal, cuando se explicita esta renuncia, denominamos "de Cotización Restringida" a estos fondos. Tienen idéntica estructura legal, incluida la fiscal, excepto la citada limitación de cotización, pero están exentos de determinados requisitos formales y de mercado (RD 926/1998): no requieren folleto de emisión, no les es exigible auditoría de los activos

y tampoco *rating* a los bonos que emiten. Su trámite de registro en CNMV, cuyo procedimiento no está regulado con detalle, requiere exclusivamente la aprobación previa de la escritura de constitución que se eleva a público notarialmente. No obstante, si los bonos se listan en MARF, esta plataforma exige un informe de evaluación crediticia emitido por una agencia de calificación autorizada por ESMA y un folleto de emisión.

Los FT de Cotización Restringida regulados en España son el equivalente de la figura del *special purpose vehicle (SPV)* habitual en otras jurisdicciones. En definitiva un ente sin personalidad jurídica, fiscalmente neutral y, al no estar sujeto a la legislación mercantil, muy flexible para articular acuerdos de coparticipación y reparto. Como un "extra" importante, la legislación española otorga, tanto a los públicos como a los de Cotización Restringida, separación en caso de quiebra (del cedente). Así, estos fondos, por sus cualidades jurídicas y fiscales, facilidad de constitución y bajo coste, constituyen un vehículo idóneo para albergar una inversión o conjunto de inversiones de un inversor individual o de un conjunto reducido de inversores. Son por ello no sólo un vehículo idóneo para acceder al mercado con operaciones de tamaño medio y pequeño, sino el instrumento ideal para estructurar operaciones de *direct lending.*

La constitución de FT de Cotización Restringida ya es práctica habitual en España, pero hasta la fecha sólo uno ha sido listado en MARF; además tendríamos que incluir entre estos a los Fondos de Activos Bancarios originados por SAREB. Por el momento esta figura jurídica ha sido vehículo para articular inversiones a medida de un inversor y un activo o conjunto de activos, más que un vehículo promovido por una empresa para acceder al mercado. No obstante, en los próximos meses veremos varias operaciones de esta naturaleza listadas en MARF.

CONCLUSIÓN

La Titulización permite a las empresas sortear la financiación bancaria y acceder directamente al mercado de capitales. Sin embargo, en general, las empresas no disponen del tipo de activos cuya titulización es más habitual: los préstamos y derechos de crédito de los balances bancarios. No obstante, sí disponen de derechos de cobro que a priori son titulizables. Pueden optar a descontar estos derechos en el sistema bancario o en entidades de *factoring*, obteniendo una financiación a muy corto plazo y sin garantías de continuidad, pero también pueden optar a establecer un compromiso de cesión a un fondo de titulización para obtener financiación a más largo plazo. Esta titulización de derechos de cobro es posible para importes relativamente reducidos y puede competir en costes con el descuento bancario, si se renuncia a la cotización de los bonos en un mercado oficial y se restringe su distribución a inversores cualificados. No obstante, la posibilidad de listar las operaciones en MARF permite acceder a un abanico de inversores suficientemente amplio, sin incurrir en costes adicionales elevados.

Aunque en volumen muy reducido, la titulización de facturas ya es un hecho en el mercado español y en el futuro inmediato veremos más operaciones de este tipo. Asimismo, entre otras, aparecerán operaciones de titulización de derechos de cobro de alquileres, tanto de inmuebles como de maquinaria y vehículos, en buena medida como resultado de la decisión de las empresas de no mantener determinados activos en balance por razones de eficiencia fiscal y regulatoria (en el caso de la banca). En general, los derechos resultantes de dichas operaciones de externalización son relativamente fáciles de titulizar, especialmente si cuenta con deudores de buena calidad crediticia. Asimismo, a medio plazo, también deberán aparecer en el mercado operaciones de titulización de flujos futuros vinculados a prestación de servicios: consumo de agua, electricidad, peajes, etc. ■

7. TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA: EL ROL DEL SINDICATO DE BONISTAS

John Perlaza
Socio, Bondholders, S.L.

Alfredo San Martín Naya
Socio, Bondholders, S.L.

El objetivo de este artículo es analizar el papel que juega la figura del comisario del sindicato de bonistas y la legislación que la establece a la hora de ofrecer transparencia y hacer más atractivos los valores de renta fija de emisores españoles.

COMIENZOS Y EVOLUCIÓN DE LA FIGURA DEL COMISARIO

En España la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, introduce por primera vez con carácter obligatorio la constitución de un sindicato de bonistas con la función de facilitar su organización y defensa de sus intereses.

Nosotros consideramos que es a partir del año 2008 cuando, por iniciativa de algunos de los despachos de abogados que asesoraban las emisiones de empresas que acudían a los mercados por primera vez, se inicia un proceso de mayor profesionalización de la figura del comisario. Hasta entonces, en términos generales, la figura del comisario había sido testimonial y los comisarios nombrados por las sociedades emisoras eran empleados o jubilados de las mismas o en algunos casos de la entidad financiera que mediaba en la distribución de los valores entre el público (banco o agente colocador)[7]. Los bancos agentes o colocadores perciben la mayor parte de sus ingresos del emisor derivados de sus funciones como agente del emisor, teniendo así una relación de dependencia directa de aquél que ponen en duda su gestión e independencia como representante del sindicato de bonistas. Esto es llamativo dadas sus estrictas políticas de análisis de riesgos reputacionales y operacionales, así que entendemos que posiblemente se debió a la falta de reflexión sobre la existencia de un conflicto implícito en el modelo anglosajón adoptado y principalmente al hecho de que no existía en dicho momento un proveedor alternativo para el emisor.

A partir del año 2013 empezamos a ver el desarrollo de la oferta de servicios de comisarios independientes y profesionales. Hay varios factores significativos que impulsan dicho desarrollo. El primero, es el escándalo generado por las irregularidades contables relacionadas con la sociedad Pescanova, S.A., y que había realizado

[7] TORRES ESCÁMEZ, S., (1992). "La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores".

emisiones de bonos internacionales en las que se había nombrado como comisario a uno de los bancos agentes. La percepción de riesgo reputacional y económico que se generó a partir de dicho momento entre los bancos agentes que estaban operando como comisario en España, junto con la complejidad relacionada con un proceso de insolvencia bajo ley española al que se tendrían que enfrentar, produce como resultado que dichos bancos agentes decidan en términos generales dejar de ofrecer el servicio de comisario en nuevas emisiones.

Adicionalmente, el anteproyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial de marzo de 2014[8] introdujo una serie de prohibiciones que aseguraban la independencia del comisario y eliminaban la existencia de cualquier conflicto de interés. Tales prohibiciones se concretaban, por un lado, en la imposibilidad de actuar como comisario a cualquier persona vinculada directa o indirectamente o que prestara o hubiera prestado servicios profesionales al emisor o a cualquiera de las sociedades del mismo grupo dentro de los cinco últimos años; y, por otro, en la restricción absoluta al comisario de poseer directa o indirectamente acciones del emisor ni suscribir ni adquirir las obligaciones que éste emitiera.

Y, por último, la crisis en la que hemos estados inmersos en los últimos años donde muchos inversores en emisiones de valores de renta fija vieron sus inversiones evolucionar de manera negativa y han buscado responsabilidades y planteado amargas quejas a las entidades emisoras de las mismas. El caso más notorio: las participaciones preferentes.

EL COMISARIO EN LA ACTUALIDAD

Actualmente, la constitución de un sindicato de bonistas y la figura del comisario que lo represente es de obligada aplicación en las emisiones de valores de renta fija española. España cuenta actualmente con entidades como la que nosotros representamos, Bondholders, que ofrecen y desarrollan el servicio de comisario de manera profesional e independiente. Todavía queda un camino importante en la toma de conciencia de la comunidad emisora de las bondades del nombramiento de un comisario de estas características, pero cada vez más emisores son conscientes de la necesidad de ofrecer transparencia de acceder a los mercados de capitales.

BENEFICIOS DE CONTAR CON UN COMISARIO INDEPENDIENTE

Los beneficios que aporta pueden sintetizarse en:

- Ausencia de conflicto, al no tener ninguna vinculación con el emisor personal o económica, presente o pasada, se garantiza la imparcialidad y adecuada representación de los inversores.

- Transparencia, beneficiando la imagen del emisor y mitigando los potenciales riesgos legales y reputacionales asociados a comisarios que mantienen o han mantenido una relación de dependencia con el emisor.

- Continuidad, inherente a la prestación de servicios por una persona jurídica constituida por tiempo indefinido.

- Relación con inversores, al ofrecer un servicio independiente de atención e información al inversor que permiten al emisor reducir su carga administrativa y al inversor acceder a toda la documentación relacionada con sus inversiones de manera eficiente.

LA FIGURA DEL COMISARIO SEGÚN EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL APROBADO POR EL REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, DE 2 JULIO[9]

La regulación actual del sindicato de bonistas y del comisario se encuentra en el Capítulo IX del Título XI la Ley de Sociedades de Capital.

De acuerdo con el citado texto legislativo, las funciones y atribuciones conferidas al comisario del sindicato de bonistas consisten en:

1. **Actuar como presidente y representante legal** del sindicato de bonistas y ejercitar las acciones que a éste correspondan.

2. **Actuar como órgano de relación** entre el emisor y el sindicato.

3. **Asistir, con voz y sin voto,** a las deliberaciones de la junta general de accionistas de la sociedad emisora, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de la misma los informes que, a su juicio, o al de la asamblea de bonistas, interesen a éstos.

4. **Presenciar los sorteos que hubieren de celebrarse,** tanto para la adjudicación como para la amortización de las obligaciones.

5. **Vigilar el pago de los intereses** y del principal en las fechas debidas.

6. **Tutelar los intereses** comunes de los bonistas.

7. **Convocar la asamblea general de bonistas,** bien voluntariamente bien a petición de bonistas que representen, al menos, un 5% de las obligaciones en circulación.

8. **Podrá proponer al consejo la suspensión** de cualquiera de los administradores y convocar la junta general de accionistas, si aquéllos no lo hicieren cuando estimen que deben ser sustituidos, cuando la sociedad haya retrasado en más de seis meses el pago de los intereses vencidos o la amortización del principal.

9. **Ejecutar,** si la emisión se hubiera garantizado con hipoteca o con prenda y la sociedad hubiera demorado el pago de intereses por más de seis meses y previo acuerdo de la asamblea general de bonistas, los bienes que constituyan la garantía para hacer pago del principal con los intereses vencidos.

[8] Anteproyecto de Ley XX/2014, de fomento de la financiación empresarial. TÍTULO IV. Mejoras en el acceso y funcionamiento de los mercados de capitales. Disponible en: http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2014/140228_sleg6607.pdf

[9] Capítulo IX del Título XI del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

ANÁLISIS DEL PROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL DE OCTUBRE DE 2014[10]

Durante el año 2015 se espera que se apruebe la Ley de fomento de la financiación empresarial que recoge varios cambios relacionados con la figura del comisario. A continuación, analizamos brevemente el texto del proyecto tal y como está redactado en la fecha en que se escribe este artículo:

Uno de los cambios más significativos que introduce este proyecto, en relación con la materia que nos ocupa, consiste en racionalizar la exigencia de constitución de un sindicato de bonistas; según la normativa vigente, la constitución del sindicato es obligatoria para toda sociedad emisora establecida en España, mientras que, una vez entre en vigor esta Ley, será *"preceptiva en aquellas situaciones en las que sea necesario para asegurar una adecuada protección del inversor español",* definiendo como tales aquellas emisiones cuyos términos y condiciones estén regidos por el ordenamiento jurídico español o por el ordenamiento jurídico de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea ni perteneciente a la OCDE y su oferta pública de suscripción tenga lugar en territorio español o su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial español o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

Nos parece curioso que la aplicación del establecimiento del sindicato se defina como *"preceptiva"* solo para asegurar una adecuada protección del inversor español, ya que el establecimiento del sindicato, claramente, ofrece beneficios y protección no solo a los inversores, sino también a las sociedades emisoras, pues ofrece mayor transparencia y tranquilidad a los inversores haciendo sus inversiones más atractivas al mercado. Aunque es verdad que los inversores son responsables de valorar el riesgo de inversión y beneficio al que se exponen o del que se beneficiaran al invertir en un determinado activo, también es cierto que como resultado del establecimiento del sindicato de bonistas es el comisario quien debe vigilar que las condiciones establecidas bajo la emisión se cumplan hasta la amortización total de la misma las actuaciones necesarias para facilitar la formalización de los acuerdos propuestos y por ello, pensamos que al contar con un comisario independiente, el emisor está ofreciendo unas mayores garantías a sus inversores y por lo tanto sus valores deberían beneficiarse de una mayor valoración.

Contar con un sindicato de bonistas y comisario independiente y profesional, también supone, disponer de un solo interlocutor cualificado e imparcial quien bajo el marco del reglamento del sindicato establecido puede tomar las actuaciones necesarias para facilitar la formalización de los acuerdos propuestos.

Otra novedad destacable, es la eliminación de la necesidad de ratificar el nombramiento del comisario y el reglamento del sindicato de bonistas que, con carácter provisional, se incluyen por el emisor en la escritura o en los términos y condiciones de la emisión. La eliminación de este requisito formal sí representa, en la actualidad, una evolución positiva ya que en la práctica la ratificación se ha convertido en un acto puramente simbólico y vacuo. De hecho, en la práctica, en la mayoría de los casos esta ratificación ni siquiera se lleva a cabo manteniendo al comisario en estado de provisionalidad hasta la amortización de la emisión.

[10] Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial. TÍTULO IV. Mejoras en el acceso y funcionamiento de los mercados de capitales. Disponible en: http://www.congreso.es/public_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-119-1.PDF

Igualmente, nos parece una redacción acertada del proyecto de ley el atribuir la fijación de la retribución del comisario a la propia sociedad emisora pues es el emisor quién mejor conocimiento tiene acerca de sus capacidades de financiación y de las características de cada emisión y está, por tanto, en una posición cualificada para negociar condiciones económicas con el comisario y puede además hacerlo con la antelación que considere adecuada gestionando sus tiempos de acuerdo al calendario de emisión que se haya establecido.

En cualquier caso, el proyecto de ley no modifica el artículo 420 de la Ley de Sociedades de capital relativo a los gastos del sindicato, de tal modo que se mantiene plenamente vigente la limitación del dos por ciento de los intereses anuales devengados por los valores.

Nos parece que esta era una ocasión perfecta para haber eliminado o modificado la redacción de este artículo de la Ley de Sociedades de Capital en el sentido de, más que establecer un mínimo de recursos o fondos destinados a cubrir los gastos del sindicato, garantizar la continuidad de la gestión del comisario otorgándole el estatus de acreedor privilegiado o preferente, lo que ofrecería al comisario mayores garantías a la hora de representar al sindicato en caso de insolvencia del emisor.

A nuestro juicio, también, consideramos desafortunada la modificación del texto del anteproyecto al proyecto, en la eliminación del artículo que establecía una prohibición absoluta al desempeño de la función de comisario a cualquier persona vinculada directa o indirectamente al emisor. Estas prohibiciones, desde luego, garantizaban la independencia y ausencia de conflicto de interés que deben ser consustanciales al representante de un sindicato cuya misión es velar por los intereses y derechos de éstos y actuar como órgano regulador entre el sindicato y el emisor, función para la cual es imprescindible su independencia.

Así que, a modo de conclusión, la normativa española y la figura del comisario del sindicato de bonistas, pueden ofrecer un mayor nivel de transparencia a las emisiones de entidades españolas y reducir los riesgos relacionados con la emisión para la entidad emisora, los inversores, además de ofrecer una estructura de apoyo para la buena evolución de la relación entre la sociedad emisora y sus inversores, independientemente de cual pueda ser la evolución de los mercados y como estos o el entorno económico afecten a la emisión. ■

BIBLIOGRAFÍA

Anteproyecto de Ley XX/2014, de fomento de la financiación empresarial.

Proyecto de Ley XX/2014, de fomento de la financiación empresarial.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

TORRES ESCÁMEZ, S., (1992). "La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores", Civitas.

LOS AUTORES

Miguel A. Bernal Alonso

Coordinador del Programa de Especialización en Renta Fija y del Departamento de Investigación del IEB.

Licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Mercados Financieros e Inversiones Alternativas por el Instituto BME. Es autor de diversos estudios de investigación económica tales como "comparativa de fuentes de financiación empresarial: EEUU, Alemania y España", y coautor del estudio "España, una nueva hoja de ruta para el ahorro. Participa habitualmente en debates de índole económico en radio y televisión. También colabora en medios de prensa escrita a través de artículos de opinión.

José María Capapé

Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

Actualmente es Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia en el banco de inversión Natixis, donde se incorporó en 2006. Anteriormente trabajó en Londres en BNP Paribas, en el departamento de titulización. Previamente, trabajó en la gestora TDA SGFT y en KPM Consulting. José María es licenciado en Economía por la Universidad Complutense y MBA por IESE Business School.

José María Domínguez Isusi

Director Mercado de Capitales Banco Sabadell

José Maria Domínguez es Director de Mercado de Capitales de Banco Sabadell desde 2008. Con más de 25 años de experiencia en el sector financiero, José Maria Domínguez ha ocupado cargos en distintas entidades como el Banco Español de Crédito, Price Waterhouse o Banco Urquijo. Educado en los Estados Unidos, es Bachelor of Science with double Major in Finance and Computer Science por el Boston College, Carroll School of Management, Massachusetts.

Álvaro Canosa

Director de Renta Fija Bankia.

Licenciado en Derecho y MBA por el Instituto de Empresa. Ha desarrollado su carrera profesional en Capital Markets y Corporate Banking, en Bank of America, Lloyds Bank y Bankia. En Bankia actualmente es responsable de Renta Fija, Mercado de Capitales.

Álvaro Bergasa

Director Área de Mercado de Capitales de Banca March

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Complutense de Madrid. El área de Mercado de Capitales de Banca March engloba la gestión de balance a través del equipo de Préstamos Sindicados, y el equipo de Asset & Capital Finance, centrado en la financiación de activos con estructuras que engloben en muchas ocasiones algún componente fiscal y el equipo de DCM que responsabiliza de la originación, estructuración y ejecución de operaciones de desintermediación con inversores institucionales. Antes, Álvaro Bergasa fue el Responsable de Mercado de Capitales de Banesto desde 2010 gestionando una cartera de riesgo de crédito superior a los 12.000 Mio.

José Antonio Trujillo

Presidente ejecutivo de Intermoney Titulización

Doctor en Economía (Ph.D.) por la Universidad de Minnesota y Profesor Titular (en excedencia) del departamento "Fundamentos de Análisis Económico" en la Universidad Complutense de Madrid. En 1992 creó la sociedad gestora de fondos TdA, que dirigió hasta el año 2000. Antes fue Secretario General Técnico del Grupo Ahorro Corporación y director de su sociedad de valores. Ha ejercido como consultor independiente para entidades financieras y para el Banco Interamericano de Desarrollo y gobiernos regionales españoles en materia de financiación de infraestructuras. Subdirector del centro de investigación FEDEA hasta 1988. Autor de varios libros y numerosos artículos de economía y finanzas.

John Perlaza

Socio Fundador, Bondholders, S.L.

Graduado de la Universidad de Londres "Goldsmiths College" y posgraduado en Empresariales de la London School of Economics and Politicial Science "LSE". Trabajó para BNY Mellon como responsable de estrategia, desarrollo y gestión de productos fiduciarios y expansión a nivel internacional, siendo más tarde también responsable de su banca fiduciaria en España, Portugal y Andorra. Previamente fue director en una consultora financiera en Londres, asesorando a clientes internacionales sobre la identificación de inversores y participando en algunas de las mayores re-estructuraciones de deuda de diversas corporaciones, entidades financieras y países.

Alfredo San Martín Naya

Socio, Bondholders, S.L.

Alfredo San Martín Naya es Diplomado en Relaciones Laborales y Derecho, ha desarrollado su vida laboral en Gas Natural Fenosa SDG, SA, antes Unión Fenosa, S.A, ocupando diferentes funciones en las Áreas de Recursos Humanos, Comercial y Finanzas: Responsable de Recursos Humanos y Aprovisionamientos -Compras en la Central Nuclear "José Cabrera" (1978 – 1981), Responsable del Servicio de Información al Cliente en el área comercial (1981 – 1984), Responsable de Gestión de la Deuda en el departamento Financiero (1984 – 1991), Responsable de la financiación Corporativa y de los mercados de Capitales del Grupo (1991 – 2013).

ENTREVISTAS

118 **CRÉDITO BANCARIO**
Enrique Pérez-Hernández, profesor del Instituto de Estudios Bursátiles.

120 **MERCADO DE CAPITALES**
Fernando de la Vega Diaz del Riguero, Director de Distribución Institucional Renta Fija de Beka Finance.

126 **AGENCIAS DE RATING**
Adolfo Estévez, Director de Axesor Rating.

130 **FINANCIACIÓN ALTERNATIVA**
Constantino Gómez, Socio de Arcano.

134 **EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA**
Gonzalo Gómez Retuerto, Director Gerente del MARF.

136 **EMISOR DEL MARF**
Alfredo Blanco, Director Financiero de Copasa.

138 **NUEVOS INSTRUMENTOS DEL MARF**
Joaquín Poblet, Director de Originación y Syndicate en renta Fija, Auriga Global Investors.
José Antonio Nacarino, Gerente y Director de explotación Viario A-31.

142 **EL PUNTO DE VISTA DE UNA GRAN EMPRESA**
Juan Lafont, Head of Risk Ferrovial

144 **EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR**
Eduardo Roque, Director de Renta Fija Mutuactivos.

CRÉDITO BANCARIO

ENRIQUE PÉREZ-HERNÁNDEZ
PROFESOR DEL INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

¿Qué desarrollo le ve a la renta fija en Europa y España? ¿Cree que las tendencias registradas en los últimos años continuarán?
Creo que la renta fija tiene un gran desarrollo tanto en Europa en general como especialmente en España pues la desintermediación es todavía muy limitada (20% aproximadamente del total de la financiación en Europa continental y 10% en España) a diferencia de los EEUU donde el 80% proviene de los mercados de capitales (*commercial paper,* bolsa y emisiones a medio y largo plazo). Además, el nuevo marco regulatorio diseñado por el FSB (Finantial Stability Board), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, IOSCO (International Organization of Securities Commissions) etc. y, en Europa, las directivas y reglamentos comunitarios (CRD IV y CRR) que exigen más y mejor capital a los bancos, endureciendo el consumo del mismo en la financiación bancaria, va a desplazar en una medida apreciable la fuente de financiación del balance bancario a los mercados. No obstante, los bancos conservarán un papel muy relevante en la medida en que pueden "intermediar la desintermediación" generando comisiones sin consumir capital.

¿Qué papel cree que puede jugar el MARF en este potencial cambio hacia una financiación más diversificada de las empresas?
La creación del Mercado Alternativo de Renta Fija supone un punto de inflexión importante en el escenario de fuentes de financiación en España. Es una vía para facilitar financiación a las empresas, alternativa a la bancaria, para que las empresas puedan financiarse mediante la emisión de bonos tanto para gestionar su fondo de maniobra como fondos a medio plazo. Así, con el MARF se intenta disminuir la dependencia bancaria de la economía española, ayudando a "desbancarizarla".

¿Qué fuentes de financiación cree que serán más importantes en los próximos años? ¿Podríamos estar asistiendo a un cambio estructural en el *mix* de financiación de las empresas?
Sería deseable que las fuentes de financiación más importantes fuesen los mercados de deuda y *equity* (mercados de capitales más o menos regulados y organizados) con un importante rol de los bancos ya que su capilaridad territorial para identificar potenciales emisores, su tecnología y su experiencia previa con las grandes compañías les dan un sólido punto de partida.

En el *mix* de financiación de empresas, sobre todo en las pymes, vamos a asistir a un cambio estructural con mayor peso de la financiación no bancaria en todas sus formas: mercados organizados de deuda, *crowdfunding*, fondos de capital riesgo *(private equity)*, etc.

Desde finales de 2014, parece que las entidades financieras han vuelto a centrar sus esfuerzos en la reactivación del crédito a empresas con unas condiciones cada vez más competitivas.

¿Cree que es sostenible en el tiempo esta oferta de crédito dadas las exigencias regulatorias? ¿Cómo debería reaccionar la empresa?
Yo creo que esta agresividad de los bancos en la oferta de crédito a las empresas tiene unos límites claros:

- Que el precio ofertado cubra el coste de capital y cualquier otro nuevo como liquidez, límite de apalancamiento, etc.
- Que el precio ofertado en términos de margen sea acompañado de una rentabilidad del cliente satisfactoria, ya sea mediante la venta cruzada o, si fuera el caso, transnacional de otros productos y servicios.

Al mismo tiempo, la empresa debe ser consciente de que necesita a los bancos no solo para obtener financiación sino también para muchos otros productos como el cobro de clientes, el pago a proveedores, la cobertura del riesgo de tipos de interés o tipo de cambio, etc.; y debe llegar a un acuerdo de los diferentes costes.

¿Qué papel tendrán los bancos para financiar la economía en el corto y medio plazo?
En mi opinión su función será siempre fundamental pues aparte de ser el canal de pagos e ingresos de las familias y empresas, servicio básico para que funcione una economía de mercado, deben seguir utilizando su capacidad de financiación en aquellos sectores que requieran una tecnología financiera muy avanzada o especial y, en muchos casos, actuar con líneas de respaldo para garantizar la liquidez que ofrecen los mercados en toda la curva (corto, medio y largo plazo).

Financiación alternativa ¿Competencia para las entidades de crédito o una fórmula para dotar de mayor estabilidad los pasivos de las empresas?
Hay que verla, precisamente, en ese doble enfoque:

- Competencia pues es bueno para la diversificación de fuentes y la libre formación de precios entre oferta y demanda.
- Y, si la financiación alternativa se somete a cierta regulación, será una fuente estable de fondeo para las empresas. ■

MERCADO DE CAPITALES

FERNANDO DE LA VEGA DÍAZ DEL RIGUERO

DIRECTOR DE DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL
RENTA FIJA DE BEKA FINANCE

En su opinión, ¿Cuáles son las perspectivas para la renta fija en 2015?
Después de casi tres años de importantes ganancias en los mercados de renta fija, de forma más acusada los últimos dos, nos encontramos con un escenario de niveles mínimos de tipos de interés. Esto coincide en el tiempo con una reapertura de los mercados de renta fija corporativos, así como un intento de "desbancarización" de la financiación de pequeñas y medianas empresas en general y del mercado de renta fija en particular. Sin llegar a los niveles americanos, parece que se ha iniciado un proceso irreversible, donde la presencia de actores alternativos irá paulatinamente cogiendo peso en Europa, si bien, no parece que vaya a ocurrir de forma muy acelerada, de momento.

Las perspectivas para el año en curso, son de estabilización desde el punto de vista de tipos de interés, con ganancias más limitadas en este sentido, si bien mayores en los plazos largos, todo apoyado por el programa de compra de activos del BCE, que introduce una demanda estable adicional al mercado.

Desde el punto de vista de crédito, los diferenciales seguirán reduciéndose, claramente desde el punto de vista de riesgo país y de forma más selectiva, de riesgo de crédito específico de algunos emisores. No obstante, dos fuerzas convergen en el mercado en sentido contrario: por un lado los niveles de financiación son muy atractivos para los emisores, y veremos más emisiones y nuevos actores en este sentido; por otro lado, la apertura y necesidad por parte de los bancos en sus políticas de concesión de créditos ponen una presión adicional al mercado de capitales, ya que los bancos intentarán financiar directamente a las compañías y no a través de emisiones.

El análisis estricto del riesgo de crédito deberá incluir, como mínimo, el estudio de la capacidad de pago, de la generación de flujo libre de caja, del nivel de apalancamiento y la evolución del negocio o cumplimiento de los planes estratégicos. Ser escrupuloso en el seguimiento de estos parámetros y su cobertura por parte de los analistas, será el instrumento diferenciador en la gestión de las carteras de renta fija que, de forma general, deberá asumir más riesgo desde el punto de vista de crédito, de duración o de divisa, para intentar conseguir rentabilidades suficientes en este entorno.

¿Qué impacto en el mercado cree que va a tener el programa de Quantitative Easing (QE) del BCE? ¿Y una posible subida de tipos en la Reserva Federal?
El programa de estímulos del BCE es el factor más importante que viene condicionando el comportamiento de las curvas de tipos de interés en la zona del euro, y seguirá haciéndolo a medio plazo. El impacto en los mercados de capitales es múltiple: no sólo condiciona la fijación de tipos de interés las curvas de gobiernos y de *swap*, sino también la del resto de bonos corporativos, al producirse un "efecto expulsión" hacia otros activos derivado de la demanda adicional originada por el QE. Acompañando este efecto con los niveles mínimos históricos de tipos de interés, se produce un efecto de asunción de mayor riesgo por parte de la comunidad inversora.

Aunque la mayoría de analistas y participantes en mercados asumen una subida de tipos por parte de la Reserva Federal (FED) para el verano de 2015 y las declaraciones por parte de la institución en sus últimas reuniones van en este sentido, en mi humilde opinión que no vale más que el papel donde está escrita, el escenario de una posible subida de tipos en EEUU se puede retrasar hasta final de año, o incluso el año que viene. Mrs. Yellen, aunque su discurso no vaya en este sentido, se tentará mucho la ropa para no "equivocarse" en subir los tipos antes de tiempo. El posible endurecimiento de la política monetaria en EEUU, aun siendo ligero, debería iniciarse antes de ver un aumento en la inflación subyacente o la inflación salarial; sin embargo, no tomarán esta decisión siempre que suponga un riesgo para el crecimiento económico. El "caso Greenspan" de subida y marcha atrás pesa mucho en la memoria de la FED. No hay que olvidar que la apreciación del dólar ya tiene el mismo efecto en la economía norteamericana que una subida de tipos, con los matices que se le quieran poner.

Intentar sacar conclusiones de una situación tan excepcional, donde coinciden en tiempo y forma dos efectos tan contrarios para el mercado como una subida de tipos en el área dólar junto con un QE en Europa es tremendamente arriesgado. Hasta la fecha, siempre que se ha producido un *decoupling* entre los ciclos económicos dólar/euro y su efecto en los mercados, se ha traducido en un mero retraso temporal en la evolución de los mismos; y esta vez, por muy especial que parezca, no será diferente. Una subida de tipos por parte de la FED no se producirá en ningún caso antes de estar plenamente convencidos de la consolidación del crecimiento económico. Cuando esto ocurra, la situación económica de la zona del euro posiblemente no será igual que ahora, sino más bien con unas mejores expectativas de crecimiento, que se irán

MERCADO DE CAPITALES

FERNANDO DE LA VEGA DÍAZ DEL RIGUERO

DIRECTOR DE DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL RENTA FIJA DE BEKA FINANCE

consolidando y acelerando en el momento que las economías empiecen a recoger de forma real el efecto de QE. Esto nos sitúa en un posible escenario donde puede coincidir en el tiempo el inicio del endurecimiento de la política monetaria americana, que será inicialmente muy tímido, con el debate de continuar o no con la política QE y la recuperación económica en la zona Euro. Un desplazamiento al alza de las curvas de tipos de interés en las dos zonas no es desechable, pero será mucho más marcado en Europa que en EEUU, ya que para estos últimos la curva de tipos ya lo están recogiendo.

El problema real para los gestores de renta fija es no adelantarse demasiado a este movimiento pero, sobre todo y mucho más peligroso, no llegar demasiado tarde.

El segmento de deuda *High Yield* (HY) o alto rendimiento se ha desarrollado mucho en los últimos años, ¿Cuáles son los fundamentales para que se mantenga el atractivo de estos activos? ¿Qué papel jugará la evolución del bono soberano?

EL nivel mínimo de tipos de interés junto con el efecto expulsión del programa QE, ha hecho que muchos inversores vuelvan sus ojos hacia otros activos donde puedan obtener unas rentabilidades más atractivas con un nivel aceptable o confortable de riesgo. En la clasificación de activos de renta fija, por riesgo, se iniciaría en los bonos de gobierno y terminaría con los bonos *distress* o de empresas en con problemas serios o directamente en quiebra. Actualmente la deuda *High Yield* (HY) ocupa un amplio espacio, que no se corresponde con el nombre que originariamente se les dio, de alto riesgo o alta rentabilidad; ya que hoy en día encontramos un universo enorme de emisores/emisiones con características muy diferentes.

Existe una clasificación de bonos *crossover* que incluyen todo un universo de bonos que están por debajo de calidad de inversión por alguna agencia (BBB-), pero que el mercado los considera suficientemente atractivos para invertir por su nivel de riesgo, sin tener la apreciación de HY tradicional. Así, en el mercado secundario de emisiones representativas de HY españoles, existen compañías con rentabilidades cercanas al 2%, como es el caso de Almirall; mientras otras, como el Grupo Isolux Corsan, están casi al 10%.

Podemos sacar varias conclusiones y alguna recomendación de esta situación. La evolución del spread de crédito en los HY nos sirve de referencia para lo que está ocurriendo de forma general con el apetito al riesgo. La frontera del 10% en rentabilidad es "ya historia" y, salvo situaciones de financiación excepcionales donde exista un nivel de riesgo extremadamente alto, parece que los niveles de inversión para los antiguos HY se situarán más cerca del 5% de media. Por otro lado, el análisis en profundidad de las compañías marca cada vez más la diferencia en sus niveles de financiación y ya se ha implantado de forma general. De este modo, el confort para los inversores y la valoración del riesgo son, si cabe, más relevantes en estos niveles de rentabilidad.

¿Cabría esperar un incremento en los fallidos en este segmento de empresas? ¿en base a qué?

No necesariamente cabe esperar un incremento de los fallidos en el segmento HY. El ajuste generalizado de las compañías, durante el periodo de crisis, ha producido una adecuación de balances desde el punto de vista de financiación y un ajuste de la capacidad productiva. Esto unido a la desaparición de algunas compañías, nos presenta un universo de compañías mucho más eficientes en la economía general.

Por otro lado, existe un aumento de los posibles emisores participantes en el mercado que requiere un mayor nivel en el estudio de las compañías y consideraciones de crédito mucho más elaboradas. El nivel de fallidos en este tipo de emisor evoluciona de forma general muy correlacionada con la economía y con el sector o actividad que desarrolle determinada compañía en particular.

Consideramos que el nivel de fallidos se mantendrá de forma porcentual al que corresponde el ciclo económico, si bien de forma absoluta puede incrementar de acuerdo con el aumento en el volumen de compañías que acceda al mercado y en el número de emisiones respecto a las ya existentes.

Unión de Mercado de Capitales (CMU) ¿Cuál es su visión de un mercado de capitales integrado y regulado a nivel europeo?

Los objetivos del proyecto CMU son ambiciosos, pero nada fáciles de implementar. Después de regular el sistema bancario e introducir los criterios de solvencia, este nuevo proyecto afecta de forma muy directa a la "desbancarización" de un mercado que tradicionalmente ha estado liderado por el sector bancario en Europa y que, a fecha de hoy, sigue pesando de forma muy importante en las cuentas de resultados de las entidades financieras. A esto habría que añadir que, de alguna manera, "contradice" la presión que están recibiendo para facilitar el acceso al crédito de las pymes y emprendedores.

Como se ha visto, el acceso a la financiación por parte de la mediana y pequeña empresa en Europa se realiza aproximadamente en un 80% a través de los bancos (en España posiblemente superemos el 90%). En comparación, en EEUU la financiación bancaria de este tipo de compañías se sitúa en el entorno del 20%. Llegar a esas cifras es un objetivo muy ambicioso ya que todavía existen diferencias significativas en las condiciones de financiación en el ámbito de los distintos Estados miembros. Además, existen diferentes reglas y prácticas del mercado tanto para emisiones "estándar" como para productos más especializados, como son las titulizaciones o las colocaciones privadas.

En la consecución de estos objetivos entran en juego factores no únicamente económicos, sino particulares de cada área geográfica dentro de Europa, teniendo incluso que tener en cuenta factores más "subjetivos" llegando incluso a psicológicos y de costumbres. Factores como

MERCADO DE CAPITALES

FERNANDO DE LA VEGA DÍAZ DEL RIGUERO

DIRECTOR DE DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL RENTA FIJA DE BEKA FINANCE

la formación del tejido industrial, relaciones empresa-banco, presencia de los bancos en los órganos de las empresas son muy relevantes. Los accionistas y compradores de deuda no profesionales rara vez invierten en pymes más allá de sus fronteras nacionales y muchas de estas compañías todavía tienen un acceso limitado a la financiación.

El camino hacia un modelo CMU está iniciándose pero no será fácil ni corto, aunque los objetivos merecen la pena ya que beneficiará tanto a inversores como a emisores.

Desde Europa se le está intentando dar un fuerte impulso a la titulización de las pymes ¿Qué desarrollo cree que podrá tener este producto?

Pensamos que la titulización va a jugar un papel clave en la financiación de pymes en Europa. El proceso de fortalecimiento de los bancos ha sido uno de los puntos clave en la política económica europea de los últimos 5 años. Sin embargo, esto en sí mismo no se ve como suficiente para ayudar a reactivar la economía europea, de ahí el resto de iniciativas incluyendo la CMU. La titulización es una herramienta cuyas ventajas están realmente alineadas con varios de los objetivos de dicha unión, contribuyendo a diversificar las fuentes de financiación de las pymes y a mejorar su acceso al mercado de capitales.

Al producto titulización se le consideró uno de los causantes de la crisis durante y después de 2007-2008, dando lugar a un endurecimiento del marco regulatorio de este tipo de operaciones, principalmente en lo referente a capital y liquidez para bancos y aseguradoras. Los problemas reputacionales se originaron principalmente con las titulizaciones americanas (fundamentalmente de activos subprime) pero, desde nuestro punto de vista, fueron debidos más a los procesos de *underwriting* del subyacente y del modelo de originación y distribución de ciertas entidades, que del propio producto.

De hecho, la titulización europea y la española han tenido muy buen comportamiento tanto en términos absolutos (impagos a nivel AAA de alrededor de un 1% en Europa desde el comienzo de la crisis), como al compararse con las operaciones en EEUU, donde el impacto de las hipotecas subprime ha marcado una evolución bastante peor (impagos de alrededor del 18% para el mismo periodo).

La necesidad de estimular el crecimiento económico en Europa, combinado con este buen comportamiento de las operaciones, ha hecho ver la necesidad de devolver a la titulización su imagen de herramienta válida y flexible y ponerla en el centro del proceso de reformas.

La titulización a pasado a ser considerada un elemento crucial para un buen funcionamiento del mercado financiero, permite una mejor asignación del riesgo dentro y fuera del sistema financiero europeo y, para el caso de los bancos, ha permitido y puede permitir liberar recursos que consigan generar nuevo crédito dentro de la economía.

El desarrollo de fuentes financiación alternativas fuera del sistema bancario tradicional, si bien no va a reemplazar al crédito procedente del sector, va a proveer a las pymes con fuentes de financiación que, hasta hace poco, no estaban disponibles. La creación de mercados como el Mittelstand en Alemania y el MARF en España, el de *"minibonds"* en Italia o el mercado de colocaciones privadas en Francia; así como el crecimiento del *direct lending* en Europa, son algunos los ejemplos de este desarrollo. La titulización puede ser utilizada en estos mercados como complemento y contribuye al desarrollo de esas nuevas fuentes de financiación, como ya se ha podido ver en EEUU.

Como conclusión, BEKA Finance está convencida de la validez y utilidad de la herramienta, por eso que ha establecido BEKA Structured Securities, una *joint venture* con Singular Lab. Se trata de un equipo de profesionales con amplia experiencia en la estructuración de operaciones de titulización tanto a nivel nacional como internacional. Titulizaciones que sean transparentes, sencillas de valorar, y diseñadas para financiar a la economía real, van a ser claramente apoyadas por Europa. El equipo de BEKA Structured Securities va a estar ahí para apoyar al desarrollo de dicho proceso en España. ■

AGENCIAS DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ
DIRECTOR DE AXESOR RATING

¿Cómo puede ayudar un *rating* a facilitar la diversificación en las fuentes de financiación de una empresa?

La diversificación de las fuentes de financiación de una empresa, parten de la iniciativa de la propia empresa de valorar fuentes de financiación nuevas, que por diversas razones no estaban disponibles en el pasado, aunque sean muy importantes en el presente y aún más en el futuro. En un mercado financiero cada vez más correlacionado, no podemos caer en la tentación de depender de una sola fuente de financiación. En este sentido en la medida que una empresa particular tome la decisión de emitir bonos o financiarse por vías no tradicionales (colocaciones privadas), el *rating* es una herramienta necesaria ya que transmite al mercado la valoración independiente y en base a una metodología objetiva de la calidad crediticia de la empresa. El *rating* determinará en gran medida el coste de la financiación (a mejor *rating* menor coste) y la tipología de inversores a los que se dirige la emisión (inversores orientados a grado de inversión o *high yield*).

¿Cuáles son los principales aspectos que debe considerar una empresa a la hora de solicitar un rating? ¿Qué compromisos adquiere?

Primero de todo, la empresa debe de tener claro para qué quiere el *rating*. No todas las empresas que nos piden un *rating* lo piensan utilizar para una emisión de bonos, otros usos muy recurrentes incluyen: 1) Políticas de internacionalización, donde los *ratings* son requeridos en procesos de licitaciones 2) transparencia de la empresa de cara a diferentes *Stakeholders* 3) Gestión interna, donde una opinión independiente es valorada por el equipo directivo y/o por los accionistas 4) Mejorar la posición negociadora frente a fuentes tradicionales de financiación. Con relación a esta última, muchos de nuestros clientes han conseguido mejorar sensiblemente sus costes y plazos de financiación, ya que el demostrar su capacidad para acceder a fuentes de mercado puede fortalecer su posición negociadora.

Ahora bien, teniendo en cuenta que el motivo principal es el acceder al mercado de capitales, la empresa adquiere el compromiso de compartir toda la información que afecta a su perfil de riesgos con la agencia de *rating* y en caso de que decida hacer el *rating* público en un proceso de emisión de bonos, comparte esta información con el mercado en su conjunto. En caso de que el *rating* sea público, la empresa debe estar preparada para ser evaluada constantemente en el mercado ya que cualquier cambio de *rating*, tanto positivo como negativo, manda un mensaje a todo el mercado sobre su perfil de riesgos. Asimismo, el *rating* público claramente tiene efectos positivos como el acceso a financiación en mercados y mejora de su "marca" entre sus *Stakeholders*. De alguna forma sirve como evidencia de que una empresa ha madurado lo suficiente como para dar ese paso.

¿Qué credibilidad están dando los inversores a los *ratings*? ¿Ha cambiado algo después de la crisis?

Los *ratings* no dejan de ser opiniones objetivas elaboradas en base a una metodología, que permite comparar el riesgo relativo de una empresa o emisión frente a otra. Son muy útiles para clasificar el riesgo relativo, pero en ningún caso deben de sustituir el *due diligence,* que cada inversor debe realizar de las emisiones en las que invierte. Antes de la crisis los inversores, en ocasiones, se mostraban laxos en sus procesos de *due diligence* y se fiaban excesivamente de los *ratings*, buscando un valor relativo entre dos *rating* iguales (invierto en el AAA que más margen me dé), este comportamiento mezclado con la ingeniería financiera (titulización de titulizaciones), resultó en una valoración a veces superficial de estructuras muy complejas. Celebramos la vuelta de estructuras más sencillas y fáciles de comprender, así como el papel más activo del inversor final en el análisis del riesgo. Es importante apuntar que en general, quitando el segmento *"sub prime"* americano, los *ratings* han resultado sumamente fiables en los demás activos financieros, con especial relevancia en el segmento corporativo. Además, si revisamos el comportamiento de los activos titulizados en Europa, no se han visto prácticamente fallidos en activos de grado de inversión.

¿Cómo ha evolucionado, en promedio, el riesgo de crédito de las empresas españolas y su solvencia en los últimos años?

Las empresas españolas han tenido su particular travesía por el desierto entre los años 2010 y 2014, afectando particularmente a aquellas que dependían en gran parte del mercado doméstico y, especialmente, a aquellas con un gran porcentaje de sus ventas dependientes del sector público. En cambio, aquellas que ya habían hecho sus deberes antes de la crisis, mediante procesos de internacionalización y gestión de su balance (adecuado *mix* entre vencimientos de corto y largo plazo), han salido reforzadas de la crisis y están ahora en una situación óptima para acudir a los mercados de renta fija, donde hay una fuerte y creciente demanda.

Este periodo ha sido particularmente dañino porque la mala situación económica coincidió con una gran crisis bancaria que contribuyó a la quiebra de muchas empresas por razones de iliquidez al sufrir restricciones en sus líneas de

AGENCIAS DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE AXESOR RATING

circulante. Es por ello que la mora y el riesgo asociado a las empresas españolas tocaron su techo a finales del 2013, empezando a mejorar desde ese momento, en la medida que las fuentes de financiación tradicionales, ya saneados sus balances, volvieron a aumentar sus préstamos y la economía española y global volvieron a la senda de crecimiento.

Es muy destacable la reacción a la crisis de gran parte del sector productivo español que logró, en un periodo muy corto de tiempo, volcarse hacía mercados internacionales con notable éxito, en muchos casos, para compensar la caída del consumo en España. Este 2015 se presenta como un año de clara inflexión, donde el riesgo de crédito experimentará una caída importante; al mismo tiempo que la demanda interna y la de los principales socios europeos se recupera; y factores como la caída del precio del crudo y la devaluación del Euro permiten a empresas, que ya venían realizando fuertes ajustes para aumentar su competitividad, ser todavía más competitivas.

En cuanto a la financiación, claramente estamos viendo que las fuentes tradicionales vuelven al mercado y, para una empresa saneada de mediana capitalización, el acceso a la financiación ha dejado de ser un problema, ya que todos los agentes del mercado (renta variable, renta fija, préstamos directos) están ofreciendo condiciones muy ventajosas.

Esperamos que esta situación, no lleve a las empresas a caer en la complacencia en cuanto a la diversificación de sus fuentes de financiación. En este sentido, animamos a las empresas a pensar de forma estratégica y diversificar sus fuentes de financiación para minimizar su exposición a la siguiente crisis.

Como secretario general de EACRA (Asociación Europea de Agencias de Rating) y director de la primera agencia de rating española ¿Qué papel cree que van a tener las nuevas agencias de *rating* europeas?

Claramente el mercado sigue dominado por las tres grandes agencias americanas, aunque las nuevas agencias de *rating* europeas están haciéndose un hueco y cada vez son más conocidas y consideradas como una alternativa viable ganando cuota de mercado, especialmente, en áreas como el *middle market* corporativo. Pienso que, como próximo paso, una vez las empresas como Axesor se vayan consolidando en sus mercados de origen, veremos iniciativas para crear agencias de *rating* pan-europeas. De hecho, el plan estratégico de Axesor incluye la asociación con las principales agencias de *rating* de cada mercado para constituir una agencia con capacidad de competir con las grandes en igualdad de condiciones. Creo que la mayor cercanía a la realidad de las empresas europeas permite a estas agencias tener un mayor entendimiento del entorno regulatorio y empresarial europeo.

En términos de metodología, es importante destacar que los *ratings* son igual de estrictos que en las agencias tradicionales aunque, en ciertas circunstancias, nuestras metodologías permiten un enfoque más realista de la situación actual. Un claro ejemplo es nuestra visión del riesgo asociado al tamaño de la empresa analizada, donde nuestra metodología contempla que pueden existir empresas de nicho que no deben de ser penalizadas por su tamaño, así como la ausencia de techo de riesgo país, siendo posible que una empresa obtenga un *rating* por encima del país donde tiene registrado su CIF. Imaginemos una empresa en el mundo de la automoción que exporta la mayor parte de su producción y cuyos principales clientes son las grandes marcas de automóviles. Bajo nuestra metodología una empresa alemana y española con las mismas características, podrían aspirar a un mismo *rating* ya que, teniendo en cuenta que ambas operan en un entorno europeo, valoramos el riesgo país de los mercados donde venden y producen, no estando condicionados por aquel donde tiene inscrito su CIF. De hecho, en este sector, la empresa española podría incluso tener ventajas diferenciales con sus homólogos alemanes al disfrutar de unos costes de mano de obra cualificada bastante más competitivos.

Desde el punto de vista de los inversores, nuestra experiencia ha sido que éstos están deseosos de conocer agencias nuevas en las que se puedan apoyar en sus procesos de *due diligence*. En este sentido, gran parte de nuestra labor está centrada en reunirnos con inversores de cara a compartir con ellos nuestras metodologías y *track record* de *ratings*. ■

EMISOR DEL MARF

ALFREDO BLANCO

DIRECTOR FINANCIERO DE COPASA

El antes y el después de una empresa que pasa a ser "pública" ¿Cómo afecta la emisión al día a día de una empresa?
Quizá podríamos hablar de dos entornos diferenciados, el día a día del Grupo a nivel interno y nuestro día a día en relación con todos los nuevos actores con los que interactuamos: mercado, bonistas, asesor registrado, MARF, entidades colocadoras, agencia de *rating*, etc.

En cuanto al ámbito interno, resaltar que aunque ya se habían implementado en el Grupo los sistemas de información y seguimiento necesarios para el buen desarrollo de nuestro negocio, sí se han desarrollado mejoras en lo que respecta a planificación estratégica, planificación presupuestaria, seguimiento y control sobre cumplimiento de objetivos, identificación de desviaciones y seguimiento de licitaciones y potenciales proyectos en estudio. Pese a que a nivel interno, nos encontrábamos preparados para afrontar un reto como el de ser pioneros en el MARF, sí podemos decir que formar parte del mercado, ha impulsado la motivación por seguir mejorando a todos los niveles.

Por otro lado, la interacción con nuestro nuevo entorno también nos ha llevado a asumir nuevas responsabilidades. Ahora nos encontramos monitorizados por nuestra agencia de *rating* Axesor, que nos valora de forma continua, lo que deriva en un compromiso de información periódica y, por supuesto, total transparencia. Nos debemos a nuestros inversores, y nos esforzamos por que la relación con ellos sea lo más cercana posible, ya que han depositado su confianza en nuestro Grupo, al igual que sucede con nuestra relación con MARF o el asesor registrado.

De igual manera, nuestra exposición a la situación de los mercados, a nivel nacional e internacional, se ha tornado más intensa, ya que los movimientos de política monetaria, de política internacional, la fortaleza del euro o la evolución del precio del petróleo influyen en el apetito inversor de los mercados y, por tanto, también en la parte financiera de nuestro negocio.

¿Cuáles son las principales ventajas que resaltaría de financiarse a través del mercado de capitales frente a la tradicional financiación bancaria?
La posibilidad de diversificar nuestros proveedores financieros podríamos decir que es la ventaja más inmediata y directa. Al igual que tratamos de reducir el riesgo de concentración con proveedores de otro tipo de productos o servicios, la diversificación en lo que respecta a proveedores financieros es clave.

Lo sucedido en los mercados financieros en los últimos años nos ha enseñado la importancia de poder optar a una diversificación de nuestras fuentes de financiación, y no depender únicamente del crédito bancario para sustentar el crecimiento del Grupo, la apertura de nuevos mercados o el inicio de nuevos proyectos; y menos aún en un panorama bancario que aún se encuentra con varias incertidumbres que no le permite ofrecer la estabilidad que las empresas necesitan.

Las decisiones que se toman en el sector bancario en la actualidad siguen siendo, en gran parte, cortoplacistas, mientras que las decisiones de negocio que debemos tomar en las empresas son a largo plazo, e implican planes de crecimiento como mínimo a 5 años, que llevan de la mano un plan de necesidades de financiación a plazos similares, siendo complicado obtener compromisos de la banca actual a dichos plazos.

Así, la diversificación de proveedores financieros y la seguridad de contar con la financiación que acompañe el plan de negocio del Grupo, son las principales ventajas que hemos encontrado.

De forma complementaria, y con un impacto muy positivo, destacaría dos aspectos adicionales: el primero de ellos relacionado con lo ya comentado, que sería la ventaja de poder optimizar los recursos con nuestras entidades financieras, centrando con ellas las líneas de financiación que no podemos encontrar en los mercados (como pueden ser las de emisión de garantías nacionales e internacionales o líneas para la emisión de créditos documentarios); y, en segundo lugar, la posibilidad de dar a conocer nuestra marca, nuestro trabajo y nuestro negocio a nivel internacional, habiendo llegado a numerosos inversores fuera de España que no conocían Copasa hasta su salida al MARF.

¿Qué elementos determinaron su salida al MARF? ¿Y que impulsó a lanzar el programa de pagarés y una segunda emisión de bonos a más largo plazo que la inicial?
La decisión de salir al MARF fue el resultado de nuestra inquietud por encontrar soluciones financieras que pudieran ofrecernos una fuente de financiación estable, que apoyara el plan de crecimiento internacional del Grupo. Todo ello en un momento de gran incertidumbre en el sector bancario y en los mercados en general.

EMISOR DEL MARF

ALFREDO BLANCO

DIRECTOR FINANCIERO DE COPASA

Desde una perspectiva en la que esperamos que los mercados de capitales se mantengan como un proveedor financiero estable en nuestro modelo de negocio, consideramos que darles cabida no sólo en la financiación a largo plazo sino también en la financiación de nuestras necesidades de circulante, sería positivo. El programa de pagarés y estructura flexible nos permite financiarnos en función de nuestras necesidades reales, adecuando los plazos de emisión y el importe a emitir en cada momento a las exigencias del negocio, sin suponer además ningún coste la disponibilidad del programa.

Finalmente, decidimos incrementar en un año el plazo de la emisión porque así lo permitía el apetito inversor de los mercados y porque se correspondía con la estructura que mejor encajaba con nuestro plan de expansión. Valoramos varios aspectos clave como son los plazos de ejecución más prolongados en los proyectos internacionales por su volumen y características; los plazos de retorno de la inversión, por tanto, más dilatados; la situación actual de los mercados, con tipos de interés en mínimos y el apetito por inversiones rentables y seguras; y lo unimos a nuestras expectativas de seguir creciendo en el exterior, financiando dicho crecimiento de acuerdo con la generación de flujos esperada.

¿Cómo influye este mecanismo de financiación en la estrategia de crecimiento de su compañía?
La financiación alternativa tiene numerosas ventajas que hemos comentado, pero bien es cierto que, dependiendo de las condiciones de mercado en cada momento, puede suponer un coste superior al de la financiación tradicional, por lo que es imprescindible que se destine a la generación de negocio rentable que compense el mayor coste de los recursos que se le destinan.

En este sentido, debemos destacar que uno de los aspectos clave y de hecho diferenciador de nuestro modelo de negocio es aquel que nos permite, por nuestro tamaño y gran flexibilidad, seleccionar los proyectos a los que acudimos por su rentabilidad.

No buscamos volumen de contratación, nuestra máxima es la rentabilidad y sólo estaremos en aquellos proyectos que por sus características y sobre todo por la especialización que exigen, nos permitan generar el margen que necesitamos.

No obstante, ésta ha sido la política del Grupo desde sus comienzos, por lo que no ha habido que adaptarse a las exigencias de una financiación con un coste superior, sino que podemos decir que nuestra forma de entender el negocio desde el principio, admite que podamos incluir a este nuevo proveedor en nuestra estructura, ya que además con las ventajas que ofrece compensa su coste.

¿Qué mensaje lanzaría a las empresas que quieran iniciarse en el mercado de bonos?
Desde Copasa lanzaríamos un mensaje de optimismo y animaríamos a todas las pymes a que intenten buscar nuevas soluciones que pasen por la diversificación.

La banca es necesaria y además nosotros debemos decir que siempre nos ha apoyado y que han demostrado que quieren seguir acompañando nuestro negocio, pero la evolución de los mercados es imprevisible y la evolución del sector bancario también, por lo que todo movimiento que nos acerque a tener una menor dependencia de cada proveedor, irá en beneficio de la estabilidad de nuestras fuentes de financiación y, por tanto, de nuestro negocio. Para ello la inquietud y la creatividad son claves.

Hasta Diciembre de 2013 ninguna pyme española había emitido bonos, hasta hace unos meses ninguna pyme española había emitido pagarés, ni tampoco se contaba con la titulización como alternativa de financiación a través del MARF.

Poco a poco el mercado se irá desarrollando, irán surgiendo nuevos actores, se irá abriendo la mente del inversor y nos iremos acercando a lo que ya es una realidad en otros países.

Nos queda mucho por recorrer, pero precisamente en ese camino está el potencial de desarrollar nuevas soluciones. ■

FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

CONSTANTINO GÓMEZ

SOCIO DE ARCANO

¿Qué cinco consejos daría a una empresa que se está planteando financiarse en los mercados de capitales?
Los dejaría en dos: el primero preparar el evento con tiempo suficiente, y el segundo el no tomar atajos en el proceso. El mercado de capitales tiene unas reglas de juego particulares y distintas al mercado de financiación bancaria y, en el mismo, toman parte el emisor, los inversores, el organismo supervisor que aprueba la emisión y los distintos asesores que participan en el proceso de emisión (entidad colocadora, agencia de *rating*, abogados). La preparación con suficiente antelación y la involucración de asesores especializados en mercado de capitales son condiciones necesarias para el éxito de la transacción.

Además del mercado de bonos ¿Qué otras posibilidades de financiación alternativa existen en la actualidad?
Existen también soluciones en mercados de capitales para financiación a corto plazo a través de pagarés, a emitir en plazos de tres a dieciocho meses y a medio plazo a través de titulizaciones de algún activo de las compañías, tal y como pueden ser el saldo de cuentas a cobrar.

Adicionalmente al mercado de capitales hemos visto la creación de fondos de inversión para el préstamo directo a empresas a corto plazo para capital circulante o a largo plazo. Estos fondos actúan como un banco con la ventaja adicional de no dar soluciones estándar a las compañías, pudiéndose adaptar a necesidades muy concretas que puedan tener sobre plazos (más largos), calendario de amortización o cláusulas del préstamo. Un ejemplo de estos fondos es el "Iberian Private Debt Fund" cogestionado por Arcano.

¿Cuáles son los mayores obstáculos a los que se enfrenta una compañía al enfrentarse a una emisión pública de renta fija? Tras su experiencia en el MARF ¿Cómo resaltaría la importancia del asesor registrado en el proceso de emisión? ¿Y del entidad colocadora?
Los mayores obstáculos están relacionados con la novedad del proceso de emisión, el desconocimiento de los inversores, y la obligación de hacer pública información sobre la compañía.

Tanto el asesor registrado en el proceso de admisión de los bonos al mercado como la entidad colocadora en la aproximación a los inversores son parte fundamental en la emisión, de tal forma que garantizan que se cumplan los plazos y obligaciones de información por parte de la compañía con el supervisor, y que se facilite, por parte de la entidad colocadora con los inversores, la comprensión del negocio y estrategia de la compañía, su calidad crediticia, equipo gestor y garantías de la emisión, en caso de que existieran.

La obligación de hacer pública cierta información de la compañía es necesaria en mercado de capitales y pudiendo ser, aparentemente, un inconveniente, la proactividad en la comunicación con los inversores facilitará al emisor la utilización del mercado de capitales de forma continuada

¿Cuál es la importancia, según su criterio, de contar con un rating independiente de cara a la colocación de una emisión en el MARF?
Un *rating* es una "opinión sobre la capacidad y voluntad de pago de intereses y principal por parte de una compañía". El *rating* es muy importante para facilitar la comprensión de la calidad crediticia de una compañía de una forma sencilla y clara , a través de una calificación que le asigna la agencia de *rating* –igual que es claro y sencillo "sobresaliente" o "suspenso"– y que, adicionalmente, le permite al inversor comparar con otras emisiones del mismo sector o entre emisiones con el mismo *rating,* facilitando el análisis por parte del inversor y la estimación del precio al que debería cotizar el bono de esa compañía.

El MARF se ha caracterizado por una gran diversidad de instrumentos que se han emitido y en sus características, ¿Cree que continuaremos asistiendo al desarrollo de nuevos productos y fórmulas de emisión? ¿Cuáles?
Todas las soluciones que existen actualmente en otros países y que ayudan a financiar a compañías se desarrollarán en España.

Hasta ahora el mercado de capitales no era muy necesario para las compañías españolas al haber encontrado solución a sus necesidades de financiación a través de la banca.

Hoy las compañías han entendido la importancia de diversificar las fuentes de financiación y aún más… el mercado de capitales le puede dar una ventaja competitiva frente a otras empresas que no lo utilicen.

En paralelo, se va desarrollado el interés por parte de los inversores por identificar oportunidades de inversión adicionales a los bonos emitidos por gobiernos o grandes empresas. ■

EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA

GONZALO GÓMEZ RETUERTO

DIRECTOR GERENTE DEL MARF

¿Qué balance haría de cómo se ha desarrollado del MARF desde su creación? ¿Hay margen para futuras mejoras en el marco regulatorio?

En el último año largo, 15 meses, MARF ha registrado cinco Programas de Pagarés, tres de los cuales se han ampliado, por un saldo total de 420 millones de euros; ocho emisiones de Bonos, con distintos formatos y plazos, que van desde los 5 hasta los 10 años, por importe de 363 millones de euros; y un Fondo de Titulización que actualmente tiene un importe emitido de 20 millones de euros. Estas emisiones han sido posibles gracias a la participación de alguno de los 21 Asesores Registrados, 20 Miembros del Mercado y 4 Entidades Mediadoras con los que cuenta actualmente MARF. El volumen total de financiación obtenido vía MARF ronda los 600 millones de euros en 17 transacciones.

El balance que hacemos de estos primeros meses de funcionamiento es positivo. MARF está aportando soluciones a las necesidades de financiación de las medianas y pequeñas empresas.

En relación con la segunda pregunta, la entrada en vigor de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, viene a reforzar las numerosas reformas legales que se han hecho desde 2013 para facilitar la financiación vía la emisión de valores en los mercados de capitales. En particular, la nueva Ley abre la posibilidad a las Sociedades Limitadas de emitir instrumentos de renta fija hasta el doble de sus recursos propios y, también es interesante, regulará determinados aspectos de la titulización para hacer este mecanismo de financiación más amplio y operativo.

¿Qué mensaje transmitiría a las empresas que se están planteando su salida al MARF?

Yo les diría que existe una oportunidad histórica para financiarse en los mercados de capitales y que no hay una tipología predeterminada de empresas que pueden acceder al MARF.

Las importantes medidas –reformas legales– que ha puesto en marcha el Gobierno para favorecer la financiación empresarial vía los mercados, facilitando los requisitos formales para la emisión de valores, la reducción de costes de ejecución, la promoción de la demanda de este tipo de instrumentos, etc., y entre las que se encuentra el inicio del MARF, permiten que cada vez más empresas vean la financiación mediante la emisión de bonos como un mecanismo accesible para diversificar su fuentes de financiación y reforzar su estructura financiera, dando entrada a nuevos financiadores que anteriormente, por lo desconocido o la complejidad del proceso de emisión, se veían inalcanzables.

¿Cree que se está produciendo a un cambio de mentalidad en la empresa española respecto a su estructura de financiación?

Sí, claramente. Además de las compañías que ya son emisores tradicionales en el mercado de bonos, en el último año y medio cerca de 30 nuevas empresas han accedido a esta nueva fuente de financiación realizando emisiones inaugurales; emitiendo bonos, pagarés, u otros activos, y beneficiándose de esta manera de las excepcionales condiciones de liquidez, tipos de interés y plazos que ofrecen los mercados de capitales actualmente.

¿Cómo definiría a las empresas que forman parte del MARF?

A fecha de hoy 11 compañías individuales han emitido en MARF un total de 36 emisiones, considerando las emisiones singulares de pagarés y las emisiones de bonos. Estas empresas pertenecen a sectores variados y muy representativos de la realidad económica española; industria pesada, ingeniería, construcción de obra civil, sector turístico, gestión de infraestructuras y servicios, generación, distribución y comercialización de electricidad, etc.

Aparte, la fórmula de la titulización permite que un mayor número de compañías individuales puedan acceder a las condiciones de financiación que ofrecen los mercados de capitales mayoristas mediante la cesión algunos de sus activos al Fondo. En el caso del fondo de titulización (FT) actualmente registrado en MARF, son derechos de crédito que se agrupan para emitir valores por un volumen en circulación mayor. En este fondo hay un total de 16 empresas que están obteniendo financiación mediante la venta al FT de sus derechos de crédito elegibles; facturas, pagarés, efectos a cobrar, etc. y el volumen medio individual de los derechos cedidos ronda los veinte mil euros. La titulización es un mecanismo que permite el acceso de un mayor número de empresas a la financiación.

En su opinión, ¿cuáles son las perspectivas para el MARF en 2015/2016?

Como he comentado, no existe un perfil concreto de empresa potencial que pueda acceder al mercado de capitales como vía de financiación, por tanto tampoco trazamos líneas de antemano para determinar qué número de empresas podrían emitir en MARF o cuántas transacciones hablará a cierre de año.

Nuestro objetivo es seguir desarrollando el mercado mediante el acceso de nuevas compañías y productos para que continúe ofreciendo alternativas de financiación al sector empresarial. ■

NUEVOS INSTRUMENTOS DEL MARF

JOSÉ ANTONIO NACARINO

GERENTE Y DIRECTOR DE EXPLOTACIÓN VIARIO A31

¿Qué ha significado, respectivamente, para vuestras compañías ser pioneras en la emisión de Bonos de titulización (Auriga) y de Project Bonds (Viario A31) en el MARF?

Joaquín Poblet (JP): El lanzamiento del fondo IM Auriga Pymes permite a cualquier empresa financiar su circulante a través de la venta de todo tipo de derechos de cobro y es un buen ejemplo de la nueva familia de productos que ya existen. Pero lo más relevante es dar el paso de buscar esas fórmulas alternativas de financiación porque cualquier empresa va a encontrar soluciones a su medida.

El ser pioneros en este camino y haber conseguido que se haga realidad, demuestra el compromiso de Auriga Global Investors de ofrecer soluciones alternativas de financiación que permitan a empresas pequeñas y medianas acceder a fórmulas que hasta ahora estaban reservadas a los grandes. Estamos democratizando el acceso a los mercados de capitales y a la financiación alternativa.

Centrándonos más en lo que ha significado para Auriga, desde luego es un hito importante en el camino y ha situado a Auriga como un jugador de primer nivel en este nuevo mercado, pero es una primera operación (importante sí, por ser la primera) dentro de un sinfín de nuevas posibilidades. Quizá lo más importante es haber demostrado nuestro compromiso y seguro que está haciendo reflexionar a algunos escépticos.

José Antonio Nacarino (JAN): A nivel Societario ha significado un ejercicio de evaluación de las características de nuestra concesión de infraestructura, reportándonos una referencia sobre la "salud" de nuestro modelo de negocio, con calificación *rating* BBB tendencia estable. Además, hemos podido aprovechar la situación favorable en el mercado de capitales, en especial referente a los bonos de proyecto, para diversificar la fuente de financiación bancaria tradicional; lo que ha supuesto una novedad al ser el primer *Project Bond* del MARF, primer bono *investment grade* con el coste de financiación más bajo de su mercado y el primer bono amortizable.

¿Cómo cree que se complementa la renta fija con la financiación bancaria tradicional? ¿Qué necesidades ha cubierto?

JP: Tradicionalmente en España, casi el 100% de las empresas se financiaban sólo a través del sistema bancario. No parecía una mala solución y el sistema bancario español ha sabido mantener muy bien su estatus. El problema ha venido cuando ese cauce no ha funcionado porque el sistema bancario no podía asumir más riesgos, crecimientos de balance, etc., en definitiva existía un exceso de apalancamiento en el sector. Algunas entidades por exigencias externas y otras por motivos internos han tenido que reducir balance y eso sólo es posible reduciendo el volumen de préstamos concedidos. Ya no sólo no concediendo nuevos, sino no renovando los antiguos cuando vencían. Y, por exigencias regulatorias, el balance global de los bancos en España tiene que seguir reduciéndose. Es aquí donde la renta fija puede complementar a la financiación tradicional. Depender en exclusiva de la financiación bancaria, como se ha demostrado en la crisis, es tener una espada de Damocles sobre la empresa. Por ello, una de las lecciones de la crisis es que la empresa pequeña debe diversificar las fuentes de financiación.

Toda empresa grande y pequeña lo que siempre busca es diversificar a sus proveedores para no concentrar mucho riesgo en uno sólo. Al final este otro proveedor de liquidez es el mercado de capitales. Lo que ocurría hasta hace poco es que el acceso a este mercado estaba limitado a los grandes. En realidad, era habitual que los bancos acudiesen al

NUEVOS INSTRUMENTOS DEL MARF

JOAQUÍN POBLET

DIRECTOR DE ORIGINACIÓN Y SYNDICATE EN RENTA FIJA, AURIGA GLOBAL INVESTORS

NUEVOS INSTRUMENTOS DEL MARF

JOSÉ ANTONIO NACARINO

GERENTE Y DIRECTOR DE EXPLOTACIÓN VIARIO A-31

JOAQUÍN POBLET

DIRECTOR DE ORIGINACIÓN Y SYNDICATE EN RENTA FIJA,
AURIGA GLOBAL INVESTORS

mercado para tomar financiación que después trasladaban a las pymes. Lo que estamos haciendo es ir directamente intentando minorar los gastos de transformación.

JAN: Es una financiación compatible con la bancaria, en nuestro caso la emisión incluye un acuerdo entre acreedores que permite compartir las garantías de la emisión con financiaciones futuras, ya sea bono o financiación bancaria.

Las necesidades cubiertas con la emisión han sido: la eliminación de los covenants de mantenimiento asociados a la financiación bancaria, evitar exigir garantías adicionales a los accionistas, obtener deuda sin recurso y conseguir una reducción del coste financiero.

Auriga, ¿Qué oportunidades abre la titulización a las empresas de menor tamaño? ¿a qué retos se enfrenta?
JP: Como decía anteriormente, hay que tratar de minorar los gastos de transformación, ya que son uno de los problemas que puede haber al acudir al mercado de capitales. Desgraciadamente hay ciertos gastos que son fijos y no dependen del importe de la operación. Por poner un ejemplo, un viaje a Londres para visitar a un posible inversor cuesta lo mismo si le vas a presentar una operación de un millón de euros o una de 1.000 millones de euros. Esto complica el acceso a las empresas de menor tamaño y es uno de los problemas con los que estamos luchando. La titulización permite diluir estos gastos fijos entre varias empresas, por lo que juntos consiguen acceder a una oportunidad que individualmente era demasiado costosa. Además de los gastos, la titulización tiene otras muchas ventajas. Por ejemplo, de cara al inversor también le permite repartir el riesgo entre varias empresas y no estar sometido sólo al éxito o no de una de ellas, lo que hace que el retorno de la inversión no sea digital: o paga de vuelta o no paga. Podemos hacer diversos bonos dentro de la misma estructura, ofreciendo diversas rentabilidades y riesgos, lo que nos abre el abanico de posibles inversores.

Como vemos todo son ventajas, pero ¿cuál es el reto que hay superar? Como suelo decir, igual que una reacción química necesita de un elemento catalizador, una titulización necesita un elemento homogeneizador. Es decir, los riesgos y activos que están dentro del fondo de titulización tienen que tener cierta similitud entre ellos que hace que el inversor sepa lo que está comprando. Y ese es el reto que tenemos que saber vencer las empresas que estamos trabajando en desarrollar este sector. El encontrar una solución a los problemas que hay y, como decía al principio, estar dispuestos a hacer una solución a medida de las diferentes situaciones y empresas pero manteniendo un nexo en común entre ellas que permita luego juntarlas en una estructura única. Las soluciones estándar no funcionan y el que encuentre estas soluciones individuales será el que consiga tener éxito en este nuevo mundo.

Viario A31, ¿Es el *Project bond* la respuesta a la financiación de proyectos de infraestructura? ¿Cree que está suficientemente fomentado?
JAN: Sí, creo que es una respuesta ante la paulatina desaparición del *Project Finance* bancario. En mi opinión, no es una herramienta suficientemente fomentada, escasean las explicaciones sobre esta nueva fuente de financiación y cuáles son los instrumentos que emplea.

Para fomentar el *Project bond*, es necesario que al igual que la renta fija ha sido explotada principalmente por las entidades financieras, los intermediarios que participarían en el mercado (MARF), tomen la iniciativa en divulgar la información, normas y orientar a las empresas (pymes) a explorar esta alternativa de financiación.

A título particular la problemática que nosotros hemos afrontado ha sido cómo reducir el riesgo de ejecución en la emisión del bono. Para ello fue fundamental elegir el asesor en colocación adecuado, y realizar un sondeo previo para testear la demanda. ■

EL PUNTO DE VISTA DE UNA GRAN EMPRESA

JUAN LAFONT
HEAD OF RISK FERROVIAL

¿Importa la estrategia de financiación en una gran empresa como Ferrovial? ¿En qué sentido?
La estrategia de negocio es clave, y eso no puede cambiar. La estrategia de financiación potencia la oportunidad de negocio creando valor mediante la obtención de un nivel de apalancamiento, coste financiero y liquidez óptimos.

Históricamente, la estrategia de financiación ha buscado evitar incrementos de tipos de interés, buscando alinear activos y pasivos, sin embargo, en un entorno de bajos tipos de interés se exige buscar soluciones inteligentes para garantizar bajos tipos en los pasivos y mejorar el margen financiero del balance, empleando productos financieros estructurados (deuda convertible, opcionalidad, etc.)

Adicionalmente, resulta crítico establecer escenarios y simulaciones de comportamiento de las variables de mercado, con objeto de estar preparado para *shocks* y posibles crisis financieras.

Ferrovial realizó su primera emisión de bonos corporativos en 2013 ¿qué factores determinaron la toma de esta decisión?
La emisión de bonos es el resultado en una estrategia financiera de varios años, donde el primer paso fue la obtención de un *rating* de *Investment Grade* (BBB por S&P y Fitch). La principal razón fue la ventaja de obtener un nivel de financiación a largo plazo, con independencia de la banca, pudiendo acceder a inversores institucionales estables.

La obtención de un grado de inversión permitió establecer un programa de emisión de bonos, con vencimientos cada vez más largos (primero 5 años, luego 8 años y finalmente 10 años). La extensión de plazos permite reducir el riesgo de refinanciación y establecer una curva de *spreads* sobre el riesgo de la compañía de manera que sea competitiva con sus empresas comparables (Abertis, Vinci, etc.)

¿Cómo cree que ha favorecido la diversificación en fuentes de financiación a la estrategia de crecimiento de Ferrovial?
La nueva regulación bancaria ha causado que desde las corporaciones se trate las líneas bancarias como otro recurso limitado que debe ser empleado en los productos más adecuados.

Por ello, la diversificación en emisiones de deuda permite acceder a diferentes inversores facilitando el uso de dichas líneas bancarias en productos como líneas de crédito, avales, garantías, derivados, etc.

Adicionalmente y debido a que las entidades financieras tienen apetito de riesgo de Ferrovial, se han obtenido niveles de precios más competitivos en los productos anteriormente mencionados, favoreciendo de manera muy relevante la reducción en los costes financieros.

Financiación vía mercado de capitales ¿solución coyuntural o estructural?
La financiación de mercado de capitales es clave y por ello es estructural, de hecho no sólo se considera crítico a nivel corporativo sino también a nivel *Project Finance*.

Consideramos que las empresas que hayan obtenido un *rating* de grado de inversión tienen mejores posibilidades de financiación tanto en tipo de interés como en plazo.

Adicionalmente aparecen oportunidades muy interesantes de emisión de bonos estructurados, como convertibles que ante el contexto actual de tipos de interés pueden llegar a tener tipos de interés negativos.

¿Qué ventajas e inconvenientes ha supuesto el participar de forma activa en los mercados respecto a una anterior financiación puramente bancaria?
Existen grandes ventajas como en ampliar el plazo de vencimiento (de 5 años que tenía el último préstamo sindicado a 10 años el bono más largo). El requerimiento de la emisión de bonos está en tener un *rating* de grado de inversión por agencias de *rating* solventes.

La participación activa en el mercado de bonos permite a Ferrovial personalizar el perfil de la deuda que precisa tanto en plazos como en monedas, sin la necesidad de incurrir en costes adicionales

¿Cree que los mismos beneficios serían de aplicación a empresas más medianas?
Los beneficios serian similares a los que hemos expuesto anteriormente; respecto a su requerimientos, consideramos que es una combinación de masa crítica, obtención de *rating* y creación de mercado inversor para empresas medianas. Conversando con los principales bancos nacionales e internacionales vemos un interés creciente que con seguridad favorecerá dichas emisiones. ■

EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR

EDUARDO ROQUE
DIRECTOR DE RENTA FIJA MUTUACTIVOS

¿Cuál es la percepción en estos momentos para los inversores internacionales de la marca España?
El cambio de percepción del inversor internacional sobre España ha experimentado un giro de 180 grados. Hace menos de tres años, en verano de 2012, la prima de riesgo llegaba a los 650 puntos básicos, la huida del inversor internacional de todos los activos periféricos era generalizada y todavía recordamos declaraciones de personas relevantes de los mercados internacionales hablando de la reestructuración de la deuda pública como algo necesario e inevitable. En este entorno, la restricción crediticia a empresas y familias alcanzó su punto más álgido y pocos inversores se planteaban financiar directamente a empresas españolas de mediano o pequeño tamaño.

Casi tres años más tarde vemos que el apetito por los activos españoles es grande entre el inversor extranjero. La prima de riesgo está en 100 puntos básicos y los diferenciales de crédito se han estrechado fuertemente en correlación perfecta con el libre de riesgo, lo que hace que las empresas puedan financiarse a tipos muy bajos desde un punto de vista histórico. Además, el proceso de desintermediación bancaria se ha puesto en marcha en España y vemos muchos inversores internacionales intentando participar de él.

Los motivos del cambio de percepción han sido muchos y variados. Destacaría la decidida apuesta de Mario Draghi, Presidente del Banco Central Europeo, por la defensa del euro y por una política monetaria más homogénea dentro de la zona del euro, el esfuerzo de los españoles al soportar una devaluación interna importante que ha resultado en una mejora de la competitividad y la apuesta por la internacionalización de las empresas españolas. Por último, el hecho de tener un gobierno con mayoría absoluta y que ha implementado algunas reformas difíciles y necesarias ha sido algo valorado muy positivamente por el inversor.

¿Cuáles son los principales aspectos que considera un inversor a la hora de formar su cartera de inversión?
Nosotros buscamos valor en lo que compramos en relación con el riesgo que asumimos, de una forma diversificada. Exigimos un diferencial sobre el libre de riesgo (que en nuestro caso consideramos la deuda pública alemana) que será tanto mayor cuanto mayor sea el riesgo de la inversión.

En renta fija lo fundamental es evitar el default de un bono, ya sea de un país, un banco o una empresa. Mientras que en renta variable la subida de una o varias acciones te pueden compensar la rentabilidad perdida por la quiebra de una compañía, en renta fija no existe compensación posible al moverse el precio del bono normalmente cerca de la par. Por ello, la diversificación en cartera debe ser importante y el análisis de crédito riguroso.

Otros aspectos importantes, son la calidad crediticia de la cartera, la sensibilidad ante cambios en el diferencial de crédito y en el libre de riesgo, la liquidez o iliquidez de los bonos y, por supuesto y relativo a todo lo anterior, la TIR de la cartera.

¿Qué factores son fundamentales para mantener la confianza de los inversores en el segmento de empresas HY españolas?
Sobretodo evitar el riesgo de fraude. Un gestor de renta fija está acostumbrado a asumir un riesgo a cambio de un cupón hasta una fecha de vencimiento determinada donde le devolverán el principal. Financia, por lo tanto, a una compañía basándose en una información más o menos precisa o abundante.

Si los resultados empresariales posteriores ponen en duda la solvencia de la compañía el inversor asumirá su error. A lo que no está acostumbrado y de lo que huye rápidamente es del engaño. Lo principal es evitar que haya empresas que accedan al mercado con información poco veraz o deliberadamente falsa porque esto hace un daño infinito, principalmente a otras empresas serias que buscan alternativas a la financiación bancaria.

En segundo lugar, es importante dotar al mercado de empresas HY españolas de liquidez y transparencia. Que sean emisiones pequeñas es un hándicap pero también es una oportunidad excelente para algunas agencias de valores españolas que se están especializando en dar liquidez y elaborar informes de manera periódica sobre estos emisores.

Por último valoramos positivamente que las emisiones salgan con un *rating* explícito por alguna agencia de calificación. Un análisis independiente que complemente el propio análisis interno es una herramienta de gran ayuda.

¿Qué niveles de rentabilidad se le está pidiendo a la empresa española en la financiación a plazo?
El nivel de rentabilidad depende de muchas cosas: los ratios de crédito de la empresa, el

EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR

EDUARDO ROQUE
DIRECTOR DE RENTA FIJA MUTUACTIVOS

sector en el que opera, la distribución geográfica de sus beneficios, el tamaño de la empresa y de la emisión, etc. Muchos son los factores que hacen que el inversor exija más a unas empresas que a otras.

Lo que sí es cierto es que gracias a la abundancia de liquidez provocada por la política monetaria no tradicional de los principales bancos centrales y a la mejor percepción sobre España, las empresas españolas se están viendo muy beneficiadas y están bajando rápidamente sus costes de financiación.

Lógicamente éste proceso está impactando más a las empresas HY de mayor tamaño. En este sentido, las emisiones de empresas HY españolas de tamaño mediano/grande tienen una TIR media actual del 4,3% (por supuesto con gran dispersión entre unas y otras). Las empresas más pequeñas, por ejemplo las que han optado por emitir a través del MARF, se financian a una TIR cercana al 6,5%.

¿Qué opciones abre la creación del MARF para los inversores? ¿Cómo valora esta iniciativa?
La valoramos muy positivamente. Estamos encantados de contar con más emisores en los que diversificar nuestras inversiones, máxime en un entorno como el actual donde el 20% de los bonos del mundo están en rentabilidad negativa. Además ponemos así nuestro granito de arena apoyando la financiación de la empresa española y el proceso de desintermediación bancaria. Nos parece un proceso sano y animamos a cualquier director financiero a estudiar la posibilidad de acudir a los mercados organizados, independientemente de si los bancos están por la labor de prestar o no dinero. No sólo por tener una vía de financiación alternativa abierta sino por toda la información, experiencia y publicidad que una empresa obtiene al acudir a los mercados financieros. ■

Copyright 2015, IEB

Editora: Irene Peña Cuenca.

Consejo Editorial: Adolfo Estévez, Lucas Suárez, Víctor Sánchez, Pablo Cousteau, Miguel Ángel Bernal, Juan Pablo Tovar.

Diseño gráfico: Pilar Seidenschnur.

Imagen portada: Freepik

C/ Alcalá, 52, 2º derecha
28014 Madrid
rating.axesor.es | 911 553 000

Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es