



La empresa española ante el reto de financiar su futuro

José Manuel Del Puerto

ELBOLETIN.COM



Los mecanismos de financiación colectiva están llamados a ocupar más protagonismo. Las Bolsas juegan un papel esencial como especialistas en este ámbito.



La necesidad de una sólida y diversificada financiación de las empresas se ha revelado como un elemento clave a tenor de las restricciones al crédito bancario que han sobrevenido a la crisis financiera global. Un escenario adverso para buena parte del tejido empresarial español ante el cual la Bolsa se ha reforzado como un mecanismo excepcional para construir las bases de un nuevo modelo de crecimiento corporativo. Estas ideas y algunas formas para ahondar en el fortalecimiento de nuestro marco de financiación empresarial fueron expuestas y debatidas el pasado 10 de marzo en la jornada **“Financiación Empresarial en España: estrategias de futuro”** celebrada en el Palacio de la Bolsa de Madrid. Un foro en el que se dieron cita expertos en la materia de muy diversos ámbitos bajo los auspicios de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) – Fundación de Estudios Financieros (FEF).

Drante toda la jornada se insistió en la necesidad de que la empresa española mire hacia los mercados de capitales como fuente de recursos financieros para su expansión como alternativa al hasta ahora dominante crédito bancario. Esta fue precisamente la idea con la que **Antonio Zoido, presidente de BME**, inauguró la sesión de reflexión y diálogo. En su **discurso** remarcó que “desde el inicio de la crisis se han ido alcanzando consensos” en torno al convencimiento de que es necesario “construir un marco de financiación más robusto” en el ámbito corporativo.

Este camino, remarcó Zoido, no tiene otro sentido que “subsana los fallos detectados en los últimos años”, en los que se ha revelado una excesiva dependencia de la financiación bancaria que compromete seriamente “la supervivencia de las empresas”. La Bolsa española, con cerca de 42.000 millones canalizados a lo largo del ejercicio 2015 hacia sus cotizadas, ya sea mediante ofertas iniciales o por ampliaciones de capital, se revela como pieza clave en un cambio de modelo hacia un balance con más peso de capital y menor endeudamiento que “se está produciendo lentamente”.

Tres son las dificultades que **Juan Carlos Ureta, presidente de IEAF-FEF**, identificó en esta transición en España: insuficiente base de ahorro interno, escasez de

protagonismo de los fondos de inversión y de pensiones y, por último, falta de cultura de transparencia en todavía muchas empresas (**ver discurso**). El primer factor, unido a su entender con la solvencia demostrada por el sector bancario “salvo en casos muy concretos de nuestra historia reciente” y al bajo peso de las instituciones de inversión colectiva en el conjunto del PIB nacional, es el que habría perpetuado el antiguo modelo de financiación.

En España, según cifras aportadas por Ureta, el patrimonio conjunto de los fondos de inversión supone apenas un 40% del PIB, mientras que en recuento global la cifra asciende al 75%. Precisamente este punto ha dificultado el acceso a la financiación vía mercados para unas compañías en las que en muchos casos “se quiere evitar dar entrada en capital por tener que enseñar libros de cuentas”. Algo que en opinión del experto, lleva a algunas empresas a optar por la Bolsa “como medida de urgencia” en lugar de apostar por una cultura de eficacia y transparencia que es lo que aseguraría la permanencia de una confianza inversora que “en un mundo globalizado puede desaparecer tan pronto como se recibe”, remarcó.

Desde la **Universidad de Valencia, Joaquín Maudos, catedrático de Análisis Económico** de la institución educativa, explicó que aunque efectivamente el modelo de financiación de la empresa española ha dado un vuel-



co radical desde el año 2008, un 11,4% de las sociedades europeas siguen apuntando el acceso a financiación como su principal problema, según datos del Banco Central Europeo (BCE) ([ver Ponencia](#)).

Un nuevo modelo de financiación para enfoques de negocio diferentes

La base de este problema podría estar, según señaló, en el cambio de modelo empresarial, en el que cada vez la inversión en tecnología y telecomunicaciones (TIC) cuenta con un mayor protagonismo en detrimento de la tradicional adquisición de maquinaria o naves y oficinas, cuyo volumen ha caído a cotas comparables con las del ejercicio 2000, según un estudio del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Un cambio de modelo que, augura, quedará más marcado con la digitalización de los negocios y la proliferación de las *fintech*.

Precisamente en esta cuestión ahondó **Vicente Salas**, catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza y miembro del Consejo del Banco de España. “La empresa del futuro es aquella en la que priman los recursos propios”, llegó a sentenciar después de explicar la falta de mecanismos adecuados de valoración de los activos intangibles, los mismos que juegan un papel cada vez más relevante tanto en el balance como en la generación de caja de las compañías.

Ante las limitaciones existentes en el empleo de activos intangibles como colateral para conseguir financiación bancaria, la captación de fondos propios se hace imprescindible para estas empresas de la nueva economía. De este modo se explica también que la media haya pasado de 1,4 euros de financiación externa sobre un euro propio en el año 2008 hasta una ratio de 0,85 euros ajenos por cada uno propio. Esta tendencia sigue los pasos de otros mercados con sectores TIC más desarrollados como EEUU y Reino Unido, que lideran la inversión en estos activos intangibles que la banca aún no ha logrado encajar oportunamente en sus modelos de valoración, según

puntualizó el experto de la universidad aragonesa.

Estas afirmaciones concuerdan con las estadísticas que baraja la Cátedra Fundación ICO PYME, aportadas por **Alfredo Jiménez**, director de Análisis y Estudios de IEAF-FEF, que también intervino en la jornada ([ver Presentación](#)). Estas encuestas muestran cómo el reciente resurgir del crédito se dirige a sectores tradicionales como el comercio y la hostelería, mientras que siguen sin disfrutar de él aquellas empresas de base más tecnológica, que en muchos casos buscan fondos para su internacionalización.

Las mismas estadísticas, actualizadas para el cuarto trimestre del año 2015, ponen en evidencia que el 85% de la pequeña y mediana empresa (pymes) demandan más crédito del que reciben de las entidades financieras. Sin embargo, sólo la mitad consideran que es un hecho negativo para su devenir. Esta suerte de conformismo, que concuerda con el hecho de que la media de empleados de la empresa española no supere los cinco trabajadores, es la que promete que “la banca va a seguir siendo determinante en la financiación de las pymes”, según subrayó Jiménez.

La convergencia en Europa, clave para el desarrollo del mercado

Sobre este último punto, el experto destacó que también en lo burocrático “existen obstáculos” que frenan la expansión de la empresa española. En este caso, por las exigencias adicionales que suponen para su funcionamiento cotidiano. Más concretamente, hizo alusión a los umbrales de menos de seis millones de euros y un máximo de 50 trabajadores en plantilla para no pasar al régimen de grandes contribuyentes, cotas que según defendió deberían elevarse para su adecuación al actual panorama económico, muy distinto de aquel de los años en los que estos se fijaron.

La reforma que sí está ya sobre la mesa es la del sistema de post-contratación en operaciones sobre valores



La Bolsa española, con cerca de 42.000 millones canalizados a lo largo del ejercicio 2015 hacia sus cotizadas, ya sea mediante ofertas iniciales o por ampliaciones de capital, se revela como pieza clave en un cambio de modelo hacia un balance con más peso de capital y menor endeudamiento que se está produciendo lentamente.



cotizados en Bolsa española. En opinión de **José Manuel Portero**, economista sénior en la **dirección general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, esta iniciativa es “clave para potenciar el crecimiento de los mercados de capitales” y, por extensión, para hacer más apetecible ante las empresas la salida a Bolsa como vía de financiación alternativa ([ver Ponencia](#)).

Estas afirmaciones se fundamentan en la confianza adicional que genera el hecho de que la post-contratación sea uniforme en todos los mercados europeos. En el objetivo de “fomentar que los mercados desempeñen su función de forma eficiente” enmarca el representante del organismo supervisor también las últimas iniciativas en materia de mejora del gobierno corporativo, que sitúan a España a la vanguardia en la materia, según defendió.

Por ende, consideró que el mismo desarrollo tecnológico de la nueva empresa debería “ayudar” a tender puentes entre las sociedades demandantes de financiación con quienes están en condiciones de ofrecerla. Principalmente, inversores institucionales internacionales,

como evidencian las cifras de ahorro inmovilizado en España y las de titularidad de acciones cotizadas en el mercado nacional que periódicamente publica BME.

Hacia nuevas vías de financiación alternativa

Otra alternativa de financiación a la bancaria, que sigue representando un 80% en la empresa española, está en la titulización, que recientemente ha mejorado su regulación a través de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial y que el plan Capital Markets Union (CMU) de la Comisión Europea vendrá a reforzar en su progresiva aplicación. En opinión de Portero, la titulización hipotecaria ya está más que consolidada y ahora llega el momento de la emisión de títulos sobre activos “simples y transparentes” que desliguen este mercado del origen de la crisis financiera en el ideario colectivo, que es consecuencia del hundimiento de las *subprime* en EEUU.

Más reciente aún en aparición y regulación, y por



tanto menos habitual, es el *crowdfunding*. A este creciente fenómeno de financiación dedicó [su exposición](#) **Fede Segura, socio del departamento de Derecho Mercantil de Roca Junyent**. Aunque un 53% de los actores del micromecenazgo consideran que la regulación española es “excesiva” o “demasiado estricta”, el experto jurídico considera que será la base sobre la que el ya de por sí “crecimiento exponencial” vivido entre los años 2012 y 2014 se multiplique en lo sucesivo.

La regulación española sitúa el *crowdfunding* a medio camino entre los business angels de los estadios más iniciales de financiación y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), lo que explica que el montante máximo de fondos a conseguir legalmente por esta vía para una empresa se sitúe en los dos millones de euros anuales. Los incentivos fiscales a la inversión en startups se presentan como uno de sus grandes atractivos, mientras que la variedad de estructuras legales existentes y la ausencia de una auditoría obligatoria de proyectos suponen sus principales inconvenientes de desarrollo, según la descripción de Segura.

Frente a la mayor dispersión legal y de transparencia de esta nueva forma de financiación, **Isabel Bermejo, managing director en Equity Capital Markets de BBVA**, subrayó las garantías adicionales de la Bolsa y los mercados regulados. En este sentido, la experta destacó la transparencia en la formación de precios gracias a la liquidez que aporta la mayor concurrencia de inversores, cosa que se hace más notorio en las grandes compañías y en aquellas que forman parte de los índices de referencia de cada plaza de negociación, remarcó.

A favor del mercado bursátil juega también la transparencia de información y finanzas que se exige a las compañías que hacia él desembocan, cuestión que se revela clave para ganar la confianza de los inversores en un mundo globalizado, punto en el que varios ponentes insistieron a lo largo de la jornada. Este es el gran motivo por el que Bermejo augura que el reciente flujo de estrenos en Bolsa va a contar con continuidad a lo largo de los próximos ejercicios.

La garantía extra de los mercados regulados, y un caso práctico

Todo ello sin pasar por alto, incidió, el hecho de que la salida a Bolsa permite “desligar los avatares patrimoniales de los accionistas de aquellos de la compañía”. En este sentido, los inversores cuentan con acceso a contrapartida y liquidez en caso de requerirla y el éxito de las ampliaciones de capital también se desvincula de la situación patrimonial de sus inversores en un determinado momento, puesto que siempre cabe la posibilidad de dar entrada a nuevos socios.

Las compañías familiares que han dado el salto a Bolsa refrendan estas ventajas y suman otra más: la capacidad de que las familias fundadoras ganen en liquidez monetaria al realizar parte del valor generado por la empresa mientras se aseguran el control de la misma. Es un argumento que las propias empresas suelen remarcar públicamente. Así lo destacaron en un foro sobre financiación de la empresa familiar a través del mercado de renta variable celebrado también en Madrid apenas unos días después de la jornada organizada por BME e IEAF-FEF. La notoriedad pública conseguida con el estreno y posterior negociación en el parque, así como organizar mejor los pactos parasociales, fueron otros de los puntos fuertes que resaltaron los primeros espadas de la histórica Fluidra y las más recientes, por lo que a trayectoria bursátil se refiere, Reig Jofre y Oryzon.

Muchos de estos elementos diferenciadores de la opción por la salida a Bolsa se producen también con el salto de una compañía al [Mercado Alternativo Bursátil \(MAB\)](#), que en el último año ha registrado una ajetreada agenda de estrenos. Precisamente, el mismo día de la celebración de la jornada se produjo la puesta de largo de [Clerhp Estructuras](#). A pesar de que esta firma de ingeniería accedió al habitual toque de campana en el Palacio de la Bolsa a través de un simple listado de sus acciones, su presidente Juan Andrés Romero apunta ya hacia la ganancia de músculo financiero para acceder a Paraguay e



En empresas dedicadas a nuevas tecnologías en España la media ha pasado de 1,4 euros de financiación externa sobre un euro propio en el año 2008 hasta una ratio de 0,85 euros ajenos por cada uno propio. Esta tendencia sigue los pasos de otros mercados con sectores TIC más desarrollados como EEUU y Reino Unido.

incluso participar en la adquisición de “pequeñas empresas” del sector.

A esta plataforma de negociación, pensada para compañías de tamaño medio en fase de expansión dedicó [su intervención](#) en la jornada la profesora **María José Palacín**, titular en la **Universidad de Sevilla**. En el análisis efectuado junto a su compañera María del Carmen Pérez, de la misma institución educativa, defiende que “hay mecanismos que compensan la regulación en algunos aspectos más liviana” si se compara con la que rige en Bolsa.

Ambas investigadoras apuntan en su trabajo a factores de garantía adicional como la previsión de mecanismos para el control del gobierno corporativo, en lo que se refiere a la vertiente interna de las empresas, y la obligatoriedad de contar con asesor registrado y auditor, en su vertiente externa. El proveedor de liquidez también ofrece un mayor respaldo a los inversores que toman posiciones en las empresas que acuden al MAB en búsqueda de financiación para sus etapas de expansión más agresiva. Se trata esta última, además, de una figura poco común en la regulación de los mercados alternativos que el español sí recoge como obligatoria.

Palacín subrayó que la batería de [cambios normativos](#) introducidos en febrero de este mismo año en el MAB se sitúa en la línea de una “regulación correcta,

proporcionada, sencilla y de fácil comprensión” que no busca endurecer criterios como “un fin en sí mismo”. En lugar de esto, la experta pone en valor que en el alternativo español ha buscado fundamentalmente profundizar en la protección al inversor y en la correcta divulgación de la información corporativa de las compañías que en él se negocian.

La emisión de renta fija, más accesible con las últimas reformas

La jornada también dedicó un espacio a la financiación por la vía de la emisión de títulos corporativos de renta fija. El abogado **Javier Redonet**, socio del despacho **Uría Menéndez**, fue el encargado de desgranar los cambios introducidos por las últimas reformas legales de este aspecto ([ver Ponencia](#)). En su opinión, no existe ya motivo justificado para que una compañía española coloque sus bonos fuera de su mercado doméstico, si bien hasta hace pocos años sí que el sistema en vigor “expulsaba a gigantes” del panorama corporativo nacional.

Entre los obstáculos legales “no justificados y que no se exigen en otras jurisdicciones” que a lo largo de los dos últimos se han corregido, el letrado destacó el



No existe ya motivo justificado para que una compañía española coloque sus bonos fuera de su mercado doméstico, si bien hasta hace pocos años sí que el sistema en vigor “expulsaba a gigantes” del panorama corporativo nacional.



caso de que cualquier emisión de deuda debía someterse obligatoriamente a refrendo de la junta de accionistas, mientras que la suscripción de un crédito bancario quedaba al libre arbitrio del consejo de administración. Los cambios normativos han eliminado algunos antiguos límites de emisión y han fijado que solo se lleven a junta cuando impliquen conversión en acciones o participación en los beneficios de la sociedad en cuestión.

Igualmente, Redonet aludió también a la antigua falta de plataformas de negociación secundaria para estos títulos una vez emitidos, situación que “empezó a cambiar a finales de 2013”. En este sentido, una de las más novedosas es el *Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)*, inicialmente pensado para compañías de tamaño medio, pero que acoge ya a gigantes del tamaño de El Corte Inglés. El experto destacó la capacidad de esta plataforma para acoger emisiones trazadas incluso con marcos jurídicos distintos del español y con folletos en idiomas foráneos, lo que le supone “la misma apertura o más que otros mercados”, según destacó.

Otras medidas que abren nuevos horizontes para la empresa española más allá de la financiación bancaria son la eliminación del requisito de inscripción y publicación previa en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) siempre que la colocación de deuda se efectúe de forma privada, con inversores seleccionados y no mediante subasta pública. También es de destacar el cambio y perfeccionamiento de roles de comisarios y sindicatos de emisión. Son todos ellos factores que ha permitido una cada vez mayor recurrencia a la renta fija corporativa como vía de captación de fondos por parte de una empresa española todavía mucho más dependiente de su banco de turno que sus vecinas europeas.



Información relacionada



Accede aquí al programa completo de la Jornada y descarga las presentaciones