

INFORME

FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA 2017

LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS GRANDES COTIZADAS SE ACERCA AL MODELO ANGLOSAJÓN

El crédito bancario representa hoy un tercio de los pasivos financieros de las grandes cotizadas. Hace sólo 7 años era la mitad.

DOMINGO GARCÍA, JAUME CARBONELL, ANDREA GÓMEZ Y JAIME GALLAR
SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME

Los recursos propios de las compañías no financieras del IBEX 35 aumentaron un 26,8% entre 2010 y 2017, mientras que la financiación bancaria se redujo un 39% situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializado en instrumentos de renta fija que, por su parte, creció en dicho período un 27,8%¹. En la actualidad, los instrumentos de mercado en forma de capital y renta fija superan con creces a la financiación bancaria en los balances de las empresas grandes, aunque ésta ha repuntado algo en 2017. Esto no era así en un pasado no muy lejano y en una economía muy bancarizada como la española. La tendencia es extrapolable a otras empresas cotizadas de menor tamaño. Iniciativas especializadas como el MAB o el MARF están contribuyendo a extender los beneficios de la diversificación de fuentes de financiación hacia fórmulas de mercado que estimulan con mayor fuerza el crecimiento económico y la innovación.

En las últimas décadas se han acumulado evidencias académicas de que el aumento de la financiación bancaria y la canalizada a través de los mercados de capitales hacia las empresas² estimulan el crecimiento económico y, también, de que a medida que aumenta el desarrollo de una economía la contribución al crecimiento económico de la banca pierde peso mientras que la de los mercados de capitales aumenta. Esto es así sobre todo porque *“la financiación de mercado es mejor a la hora de promover la innovación y la productividad y financiar nuevas fuentes de crecimiento”*³.

Algunos trabajos de gran repercusión, como por ejemplo el de Shen y Lee (2006) encuentran evidencias de que solo el desarrollo de los mercados de acciones tiene un efecto positivo en el crecimiento. Más reciente y centrado en la experiencia europea, un trabajo de Langfield y Pagano (2016) pone de manifiesto una relación negativa entre el crecimiento y el ratio entre financiación bancaria y financiación de mercado, un resultado que puede estar influido por el excesivo desarrollo de algunos sistemas bancarios europeos y los efectos adversos de una financiación a gran escala de la vivienda pero que coincide con las evidencias crecientes de que *“en términos generales hay un impacto más limitado de la financiación bancaria sobre el crecimiento a medida que la renta aumenta”* y que *“el nexo de unión entre mayor producción y más peso del sector bancario se debilita a medida que aumenta el desarrollo, mientras que el nexo entre mayor desarrollo económico y mayor desarrollo de los mercados de capitales se fortalece”*⁴. De modo análogo, análisis recientes encuentran que los mercados de capitales inducen mayores ganancias de productividad, innovación y cambio tecnológico que los mercados bancarios. En la misma línea

apunta un trabajo de Hsu, Tiang y Xu (2014) sobre 32 países desarrollados y emergentes que concluye que industrias que son intensivas en alta tecnología exhiben un nivel desproporcionadamente más alto en países con mercados de acciones más desarrollados.

El último Informe Anual⁵ del Banco de España (BdE) se hace eco del cambio que se está produciendo: *“La estructura de financiación de las empresas españolas, incluso la de la mayoría de las grandes compañías, ha estado tradicionalmente marcada por el predominio del crédito bancario. En 2007, los préstamos suponían en 95% de la deuda total (incluyendo valores de renta fija) de las sociedades no financieras españolas”* *“Durante la crisis, se inició un proceso de desintermediación bancaria, reduciendo así el peso de los bancos en la financiación de los agentes económicos”*. De acuerdo con los datos aportados en este informe, el peso de la financiación bancaria de las sociedades no financieras se habría reducido hasta cerca del 85% de su deuda total en 2017, situando a España por debajo de los niveles de financiación bancaria de países como Italia o Alemania o de la media de la Eurozona.

Un reciente documento de trabajo de la Fundación de Estudios Financieros (FEF)⁶ dedicado a la financiación empresarial abunda en la misma tendencia y reconoce que *“una adecuada diversificación de las fuentes de financiación de las empresas tiene importantes implicaciones sobre la estabilidad de las mismas. Los estudios académicos más recientes sugieren que estructuras de financiación extremas no resultan óptimas y una mayor diversificación está relacionada con mayor inversión y con un menor efecto de potenciales shocks negativos derivados de una crisis financiera, independientemente de si se producen sobre el sistema bancario o los mercados financieros. Tanto la excesiva dependencia de una*

PASA A PÁGINA 4 >

1. Son datos derivados de la actualización anual de un Estudio que elabora el Servicio de Estudios de BME a partir de las cuentas auditadas de cada ejercicio para una muestra homogénea de empresas no financieras del IBEX 35 que han formado parte del índice entre 2010 y 2017.

2. Sobre lo que se considera financiación empresarial y los tipos principales reflejados en los Balances de las empresas se ofrece un [ANEXO al cierre de este mismo artículo](#).

3. European Central Bank (2018). *Financial Integration in Europe. Special Feature A: Financial Development, financial structure and growth, evidence from Europe*. May. Pag. 65.

4. Trabajos citados en el trabajo ya citado European Central Bank (2018). Pag 67.

5. Banco de España (2018). *Informe Anual 2017*. Pag 111.

6. Cita de Mayordomo, S. (2018) recogida en Fundación de Estudios Financieros (2018). *Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española*. Documento de Trabajo nº 14. Pag 14

DATOS DE BALANCE DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DEL IBEX 35: ESTRUCTURA Y VARIACIONES

Valores y cálculos obtenidos de cifras de las cuentas auditadas de las compañías no financieras que han permanecido en el IBEX 35 en 2010, 2015, 2016 Y 2017 (miles de euros y porcentajes)

Pasivos financieros

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Pasivos financieros no corrientes	184.107.213	100	160.386.741	100	161.325.595	100	167.446.228	100	-9,05%	3,79%
Deudas con entidades de crédito	89.426.682	48,57	55.154.695	34,39	53.076.647	32,90	56.664.420	33,84	-36,64%	6,76%
Obligaciones, bonos y otros valores negociables	80.689.373	43,83	91.503.164	57,05	94.250.934	58,42	95.662.369	57,13	18,56%	1,50%
Derivados (negociación, cobertura y otros)	4.527.082	2,46	4.898.761	3,05	101.347	0,06	4.242.349	2,53	-6,29%	4085,96%
Otros pasivos financieros	9.464.076	5,14	8.830.121	5,51	4.314.830	2,67	10.877.090	6,50	14,93%	152,09%
Pasivos financieros corrientes	44.935.360	100	49.021.295	100	48.403.718	100	42.496.506	100	-5,43%	-12,20%
Deudas con entidades de crédito	24.092.231	53,62	14.738.711	30,07	11.909.236	24,60	12.501.311	29,42	-48,11%	4,97%
Obligaciones, bonos y otros valores negociables	10.143.246	22,57	20.120.111	41,04	22.891.303	47,29	20.419.071	48,05	101,31%	-10,80%
Derivados (negociación, cobertura y otros)	1.813.665	4,04	3.546.907	7,24	2.444.810	5,05	1.434.965	3,38	-20,88%	-41,31%
Otros pasivos financieros	8.886.218	19,78	10.615.566	21,66	11.158.369	23,05	8.141.159	19,16	-8,38%	-27,04%
Total pasivos financieros	229.042.573		209.408.036		209.729.313		209.942.734		-8,34%	0,10%

Recursos propios respecto al tamaño total del Balance=Activo=Pasivo+Patrimonio Neto

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Recursos propios	142.707.899	27,58%	166.953.009	31,21%	176.849.003	32,14%	180.918.010	32,90%	26,78%	2,30%
Activo = Pasivo + Patrimonio Neto	517.467.622	100%	534.981.459	100,00%	550.233.610	100,00%	549.973.301	100,00%	6,33%	-0,05%

Porcentaje del endeudamiento total (pasivo) respecto al tamaño total del Balance=Activo=Pasivo+Patrimonio Neto

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Endeudamiento total (Total Pasivos)	374.759.723	72,42%	368.028.450	68,79%	373.384.607	67,86%	369.055.291	67,10%	-1,52%	-1,16%
Activos = Pasivos + Patrimonio Neto	517.467.622	100,00%	534.981.459	100,00%	550.233.610	100,00%	549.973.301	100,00%	6,28%	-0,05%

Porcentaje de los pasivos financieros respecto de los pasivos totales

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Total Pasivos financieros	229.042.573	61,12%	209.408.036	56,90%	209.729.313	56,17%	209.942.734	56,89%	-8,34%	0,10%
Total Pasivos	374.759.723	100,00%	368.028.450	100,00%	373.384.607	100,00%	369.055.291	100,00%	-1,52%	-1,16%

Porcentaje de la financiación bancaria respecto de los pasivos financieros

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Financiación bancaria	113.518.913	49,56%	69.893.406	33,38%	64.985.883	30,99%	69.165.731	32,95%	-39,07%	6,43%
Total Pasivos financieros	229.042.573	100,00%	209.408.036	100,00%	209.729.313	100,00%	209.942.734	100,00%	-8,34%	0,10%

Porcentaje de la financiación ajena de mercado (Obligaciones, Bonos y otros valores de renta fija negociables) respecto de los pasivos financieros

Miles de euros	31/12/2010		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		2017/2010 Variación (%)	2017/2016 Variación (%)
	Datos Agregados	Estructura (%)								
Financiación de mercado (Renta Fija)	90.832.619	39,66%	111.623.275	53,30%	117.142.237	55,85%	116.081.440	55,29%	27,80%	-0,91%
Total Pasivos financieros	229.042.573	100,00%	209.408.036	100,00%	209.729.313	100,00%	209.942.734	100,00%	-8,34%	0,10%

> VIENE DE PÁGINA 2

entidad de crédito con problemas como una alta exposición a los mercados de renta fija pueden resultar contraproducentes en momentos de tensiones”.

Un debate recurrente en los últimos meses es si esta tendencia a una mayor diversificación de la financiación tanto en España como en Europa es coyuntural o se va convirtiendo en estructural. La respuesta va a descansar sobre el grado de protagonismo que cobren los diferentes factores que están interviniendo. En el caso de la renta fija, entre los factores temporales se encuentran el bajo nivel de los tipos de interés que reduce el coste de las emisiones de bonos frente a los préstamos y las medidas aplicadas por el BCE dentro de su programa de adquisición de emisiones de renta fija corporativa (Corporate Sector Purchase Program o CSPP). En este caso la reducción de tipos no es solo para las sociedades elegibles para el CSPP sino que se extiende también a emisiones de empresas fuera del programa de adquisiciones del BCE.

Entre los factores persistentes que parecen influir en la consolidación de la mejora de la financiación a través de mercados de capitales en España y Europa están los mayores requerimientos de capital bancario, que pueden dar lugar a mayores restricciones del crédito; el desarrollo de mercados de capitales especializados en compañías de menor dimensión; o el marco regulatorio europeo donde la Unión de Mercados de Capitales (CMU en su acrónimo inglés) pretende proporcionar a las empresas nuevas fuentes de financiación y la reducción de sus costes. Adicionalmente, factores como el desarrollo del capital riesgo, las nuevas tecnologías aplicadas a la financiación (Fin-

tech) o la denominada banca en la sombra (shadow banking), actúan en el sentido de promover la diversificación de la financiación.

En el citado documento de la FEF, Canadell y Cambón (2018)⁷ ven ya *“un sistema financiero más equilibrado, donde los bancos siguen teniendo el mayor protagonismo pero otras vías de financiación como los mercados de capitales, las instituciones de inversión colectiva, los seguros o los fondos de pensiones han ganado peso. De esta forma, los activos del sector bancario en España se han reducido desde máximos cercanos al 330% del PIB en 2012 hasta algo menos del 250% del PIB, mientras que el saldo vivo de la deuda junto con la capitalización de las acciones se ha ido incrementando progresivamente hasta superar el umbral del 200% del PIB. La financiación no bancaria, a través de los mercados de capitales, ha experimentado en España un ascenso desde el 20% al 40%, sobre la suma total de ambas -bancaria y de mercado de capitales-, en los últimos años. Pese al avance, aún queda lejos de lo que supone en otros países como Estados Unidos y Reino Unido, del 70% y del 80%, respectivamente”. Constatan también que “durante el periodo de crisis, la financiación obtenida por las sociedades no financieras a través de los mercados de capitales con emisiones de acciones o deuda jugó un papel amortiguador de las restricciones de financiación”.*

Y bajando a los datos más cercanos y actuales, el análisis detallado de los resultados auditados entre 2010 y 2017 de las principales compañías cotizadas en la Bolsa española permite contrastar la intensidad de estas y el grado de realidad de algunas de las tendencias y relaciones que acabamos de apuntar.

El peso de la deuda financiera sobre el activo de las empresas del IBEX 35 fue del 33,8% en 2017, frente a un promedio del 40,2% entre 2011 y 2016. Simultáneamente, para las compañías no financieras del índice, el importe de los recursos propios en 2010 era de 142.000 millones de euros (27,6% del balance) y en 2017 esa cifra fue de 181.000 millones (32,9%). La intensa captación de recursos vía ampliaciones de capital es, en gran medida, responsable de este incremento.

7. Cita de Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018) recogida en Fundación de Estudios Financieros (2018). *Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Documento de Trabajo nº 14. Pag 15.*

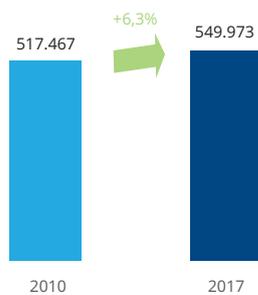
LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35 LIDERAN LA DIVERSIFICACIÓN

Entre 2010 y 2017 el balance total de las compañías no financieras del IBEX 35 aumentó un 6.3%. En dicho periodo los recursos propios (patrimonio neto) crecieron un 26,78%, una cifra que marca tendencia para empresas con acceso privilegiado a la financiación bancaria y a los mercados de deuda corporativa. La suma total de los recursos propios de estas empresas en 2010 ascendía a algo más de 142.000 millones (un 27,6% de su balance) y en las cuentas auditadas de 2017 se elevaba hasta los 180.918 millones (un 32,9%, más de cinco puntos porcentuales superior al registro anual anterior). Sólo en los últimos dos años (2016 y 2017) los recursos propios de este conjunto

de empresas IBEX aumentaron casi un 9% ganando 2 puntos porcentuales en la estructura del balance agregado de las compañías consideradas. Como complemento del análisis realizado, hemos comparado la estructura de balance agregado de las compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo componían al cierre de 2015, 2016 y 2017. Esta comparativa no es homogénea pero marca una tendencia similar a la mostrada con el estudio armonizado: los recursos propios de las compañías no financieras del IBEX 35 en 2010 representaban un 26% del pasivo y fueron ascendiendo progresivamente al 30,4% en 2015, el 32,1% en 2016 y el 32,9% en 2017.

PATRIMONIO NETO + PASIVO TOTAL Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017.

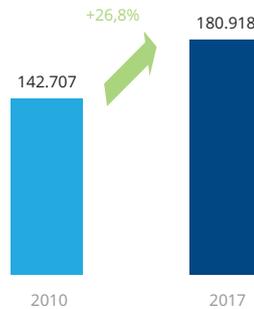


Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que es posible desglosar datos

PATRIMONIO NETO (Recursos propios) Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010 - 2017



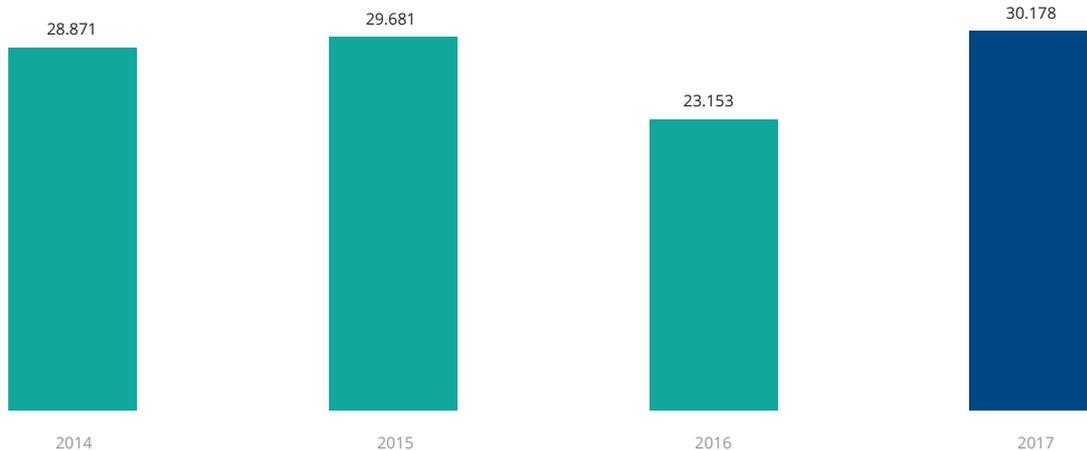
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que es posible desglosar datos

VOLUMEN EFECTIVO TOTAL DE AMPLIACIONES DE CAPITAL

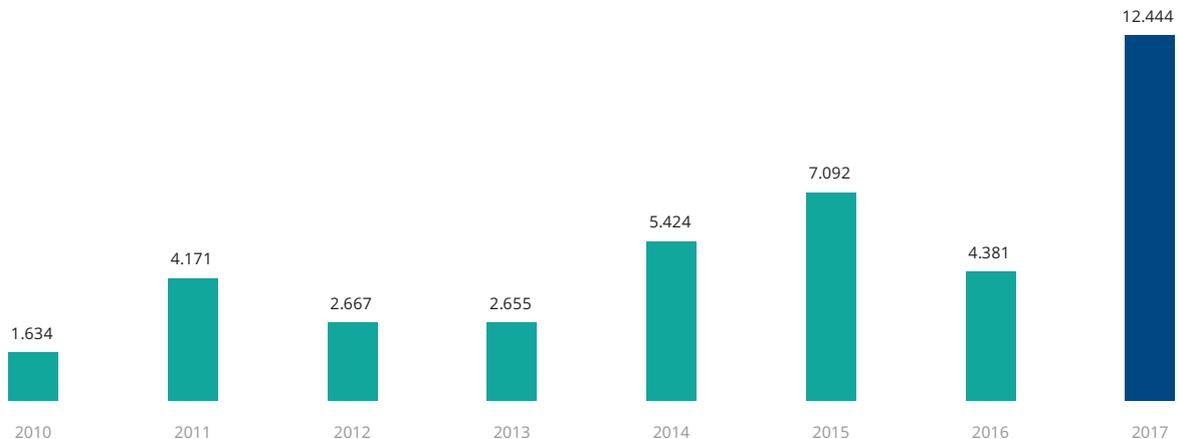
Total de las empresas cotizadas en la Bolsa española entre 2014 y 2017

Millones de euros



VOLUMEN EFECTIVO DE AMPLIACIONES DE CAPITAL
 Empresas No Financieras del IBEX 35 que forman parte del índice entre 2010 y 2017

Millones de euros



INTENSA ACTIVIDAD EN AMPLIACIONES DE CAPITAL

El fortalecimiento de los recursos propios de las principales compañías cotizadas guarda estrecha relación tanto con el beneficio retenido, como con el elevado volumen de ampliaciones de capital que el mercado bursátil español ha canalizado en los últimos años. Entre 2014 y 2017 el valor efectivo de las ampliaciones de capital superó, en conjunto, los 120.000 millones de euros, si bien es cierto que esta cifra incorpora importantes aportaciones de ampliaciones realizadas por entidades bancarias. Apuntar también que

la utilización de la fórmula del “scrip dividend”, que ofrece a los accionistas la posibilidad de elegir la remuneración en efectivo o en acciones, ha sido un factor que ha contribuido a elevar los recursos propios de las compañías durante los últimos años.

A efectos del trabajo que nos ocupa, las compañías no financieras que pertenecen al IBEX 35 mantienen desde el año 2012 una tendencia creciente en las ampliaciones, como se aprecia bien en alguno de los gráficos adjuntos.

% RECURSOS PROPIOS SOBRE EL BALANCE TOTAL

Empresas no financieras del IBEX 35

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2017



Fuente: BME*

* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

% ENDEUDAMIENTO TOTAL (PASIVOS) SOBRE EL BALANCE TOTAL

Empresas no financieras del IBEX 35

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2017



Fuente: BME*

* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

REDUCCIÓN GENERALIZADA DEL ENDEUDAMIENTO

Otra importante tendencia que reflejan los balances de las principales empresas no financieras cotizadas en la Bolsa española es la reducción del endeudamiento financiero en términos absolutos y relativos entre 2010 y 2017.

Tomando el conjunto homogéneo de compañías cotizadas que han permanecido en el IBEX 35 entre 2010 y 2017 el endeudamiento total del grupo (pasivos) respecto al tamaño total de su balance ha pasado del 72,4% en 2010 al 67,1 en 2017, cinco puntos menos.

Hay que hacer hincapié en que la reducción del endeudamiento total de las compañías no financieras del IBEX 35 viene de la mano de los pasivos financieros, es decir aquella financiación ajena que no está directamente relacionada con las operaciones comerciales de la compañía, también llamada financiación comercial.

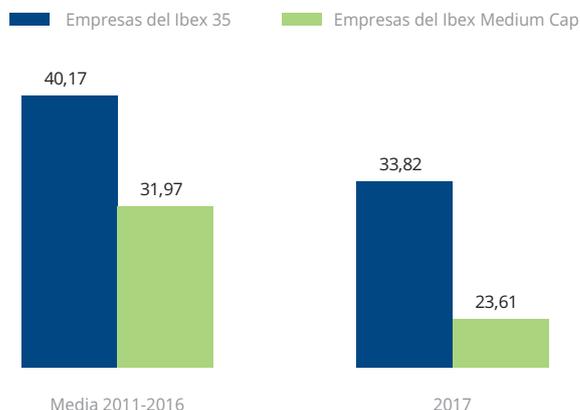
Los pasivos financieros del conjunto homogéneo de compañías que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2017 se han reducido un 8% pasando de los casi 230.000 millones a casi 210.000 millones. En términos relativos los pasivos financieros representaban en 2010 un 61,1% del total de pasivos y al cierre de 2017 representaban un 56,9%.

Dentro de los pasivos financieros, la distinción entre pasivos financieros corrientes y no corrientes también nos da pistas sobre el significativo cambio experimentado por la financiación de las principales compañías cotizadas. Los pasivos financieros corrientes son deudas cuyo vencimiento es inferior al año a diferencia de los pasivos financieros no corrientes que agrupa las deudas con vencimientos superiores al año.

Ambos tipos de pasivos, corrientes y no corrientes, se re-

PESO DE LA DEUDA EN LAS COMPAÑÍAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

La cifra muestra el peso (%) de los pasivos corrientes y no corrientes del conjunto de empresas consideradas sobre el activo total de las mismas.



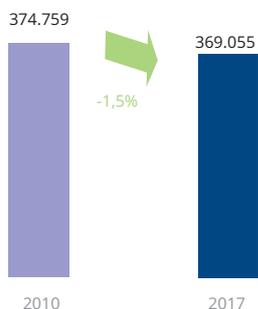
ducen para el conjunto homogéneo de compañías que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2017: un 9% los pasivos no corrientes y un 5,4% los pasivos corrientes.

Esta tendencia de las grandes cotizadas españolas a reducir su apalancamiento encaja con las evidencias aportadas por los estudios internacionales sobre la estructura de los pasivos de las empresas que sugieren que las empresas menos apalancadas tienen mayor acceso a la financiación externa.

PASIVO TOTAL

Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010 - 2017



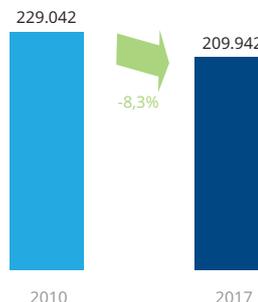
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

PASIVOS FINANCIEROS

Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017.



Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al ibex 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

4. Banco de España (2017). Informe Anual 2016. Pag. 79.

% FINANCIACION BANCARIA SOBRE PASIVOS FINANCIEROS TOTALES

Empresas no financieras del IBEX 35

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2017



Fuente: BME*

* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

% FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) SOBRE EL TOTAL DE PASIVOS FINANCIEROS

Empresas no financieras del IBEX 35

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2017



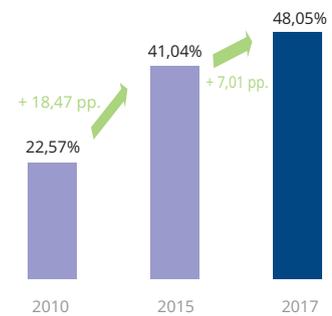
Fuente: BME*

* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

% FINANCIACION DE MERCADO (RENTA FIJA) A CORTO PLAZO SOBRE PASIVOS FINANCIEROS CORRIENTES

Empresas no financieras del IBEX 35

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2017



Fuente: BME*

* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

LA FINANCIACIÓN BANCARIA ES UN 39% INFERIOR A LA DE HACE 7 AÑOS

Dentro de los pasivos corrientes (a corto) y no corrientes (a largo) tiene un peso determinante la financiación bancaria, las deudas con entidades de crédito. Y es precisamente ese tipo de financiación la que ha sufrido la reducción más importante: para el conjunto homogéneo de compañías que pertenecen al IBEX 35 entre 2010 y 2017 la reducción de la financiación bancaria ha sido del 39%, pasando de 113.500 millones de euros a 69.100 millones. No obstante, en el último año analizado, hay un repunte significativo del 6,4% sobre el año anterior, que

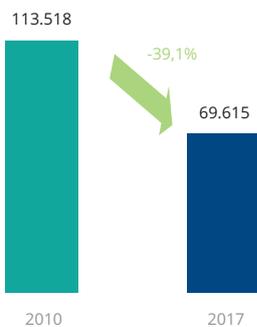
parece reflejar la mejor situación y el esfuerzo competitivo realizado por las entidades bancarias españolas tras salvar años muy difíciles.

La financiación bancaria a corto plazo (deudas con entidades de crédito pertenecientes a los pasivos financieros corrientes) es la que muestra una caída mayor, un 48,1%, al pasar de 24.000 millones de euros en 2010 a 12.500 millones en 2017, repuntando en este último año casi un 5%. Mientras, la financiación bancaria a largo plazo (deudas con entidades de crédito

FINANCIACIÓN BANCARIA TOTAL

(Deuda con entidades de crédito)
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010 - 2017



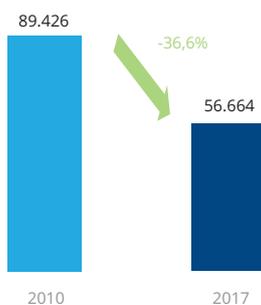
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

FINANCIACIÓN BANCARIA A LARGO PLAZO

(Deudas con entidades de crédito que son pasivo no corriente)
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017



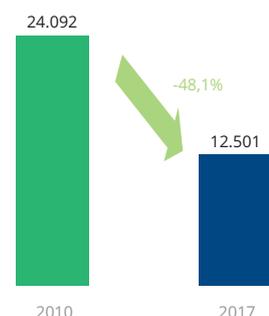
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

FINANCIACIÓN BANCARIA A CORTO PLAZO

(Deudas con entidades de crédito que son Pasivo corriente)
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017

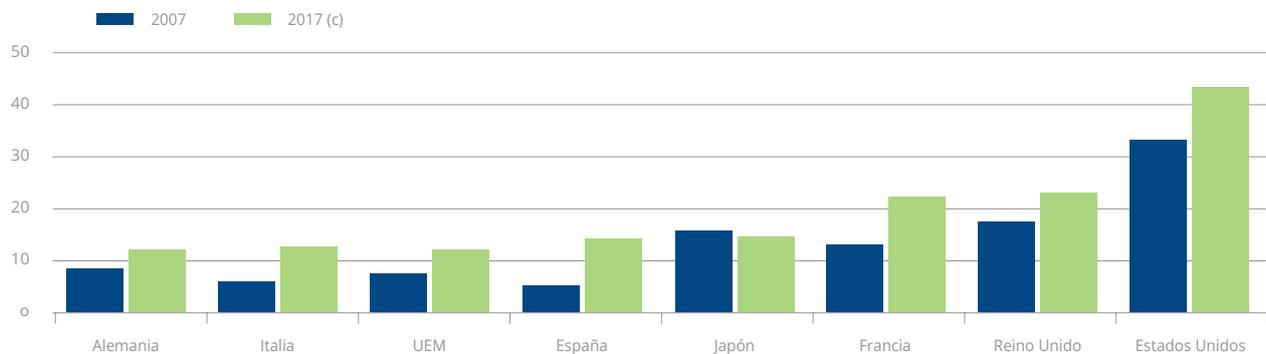


Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

DISMINUYE EL PREDOMINIO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA (a) (b)

% de la renta fija sobre la deuda



(a) La renta fija española incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes a precio de mercado, que se restan de los préstamos obtenidos por el sector. Las emisiones de filiales no residentes alemanas también son elevadas, pero no se puede ajustar el dato debido a la falta de información.

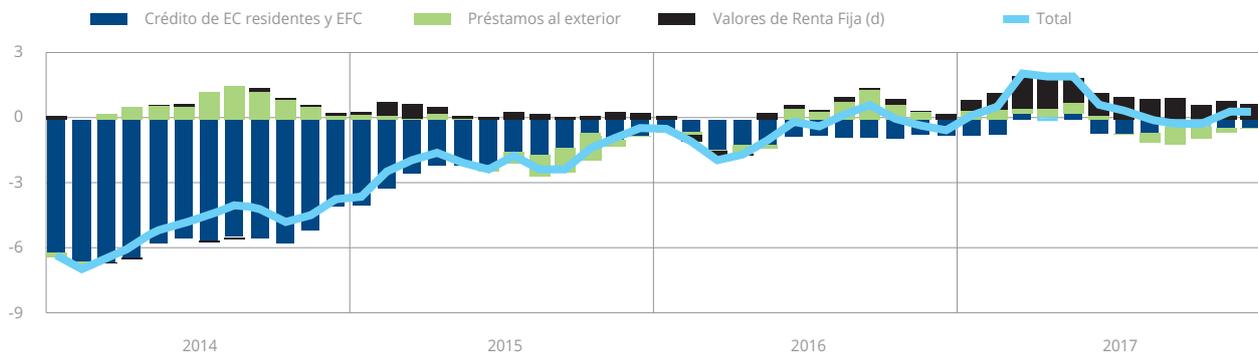
(b) La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos.

(c) Datos a junio de 2017 para Japón y Estados Unidos y a septiembre de 2017 para el resto.

Fuente: BCE, BPI y BdE.

EN 2017 AUMENTÓ LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, PERO DISMINUYÓ EL CRÉDITO BANCARIO

Contribuciones al crédito interanual (%)



(d) Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

Fuente: Banco Central Europeo, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

pertenecientes a los pasivos financieros no corrientes) se redujo un 40,18% al pasar de casi 89.500 millones de euros a unos 56.600 millones en el mismo periodo, con un repunte del 6,8% en 2017 sobre el año anterior

En términos de estructura de balance la financiación bancaria total representaba el 49,6% de los pasivos financieros

en 2010 y era sólo el 33% en 2017, repuntando desde el 31% de 2016. Si tomamos el conjunto no homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo hacían en 2017, los resultados vuelven a ser muy similares: 54% de los pasivos financieros totales en 2010 y 35% en 2017.

Entre 2010 y 2017 los pasivos bancarios en las empresas no financieras del IBEX 35 han pasado de 113.500 millones de euros a 69.100 (-39%). Por contra los representados por instrumentos de deuda han ascendido desde 90.800 millones a 116.000 (+28%)

AUMENTA LA FINANCIACIÓN MEDIANTE EMISIONES DE DEUDA UN 28%

La fuerte caída de la financiación bancaria de las compañías no financieras del IBEX 35 tiene como contrapeso un significativo aumento de la financiación en forma de emisiones de deuda corporativa a corto y a largo plazo (denominada como obligaciones y otros valores negociables en los cuadros y gráficos adjuntos a estas líneas).

Este tipo de financiación gestionada a través de los mercados de capitales ha aumentado un 27,8% en el período de estudio pasando de 90.800 millones de euros en 2010 a 116.100 millones en 2017, para el conjunto homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en ese tiempo. Esto significa que, para este grupo de sociedades, al cierre de 2017 la financiación en forma de emisiones de deuda ya superaba en más de 47.000 millones a la financiación bancaria: 116.100 millones frente a 69.000 millones, cuando en 2010 esta última era superior en 20.000 millones a la primera (91.000 frente a 113.000 millones de euros debidos a los bancos).

Distinguiendo por plazos, la deuda corporativa a largo plazo, encuadrada dentro de los pasivos financieros no corrientes, aumenta un 18,6% desde los casi 80.700 millones de euros en 2010 hasta los 95.600 millones en 2017, situándose esta cifra por encima de la financiación bancaria a largo plazo al cierre del mismo año (56.600 millones de euros).

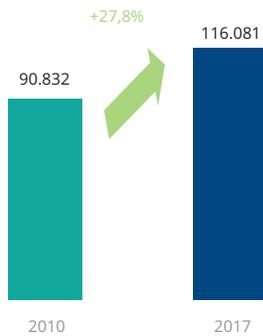
Por su parte, la deuda corporativa a corto plazo, encuadrada dentro de los pasivos financieros corrientes, crece un 101% desde los más de 10.100 millones de euros de 2010 a los 20.400 millones de euros de 2017, aunque en este último año se haya reducido casi un 11%.

En términos de estructura de balance, la financiación de mercado mediante deuda corporativa representaba en 2010 el 39,6% del total de pasivos financieros y se sitúa ya en el 55,3% en 2017. Si tomamos el conjunto no homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo hacían en 2017, los porcentajes son del 35,3% y del 52% respectivamente.

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) TOTAL

Obligaciones, bonos y otros valores
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros de 2010-2017



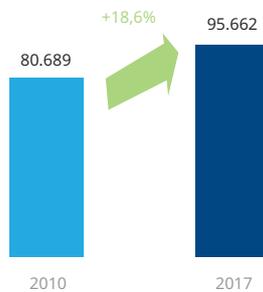
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) A LARGO PLAZO

Obligaciones, bonos y otros valores de pasivo no corriente
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017



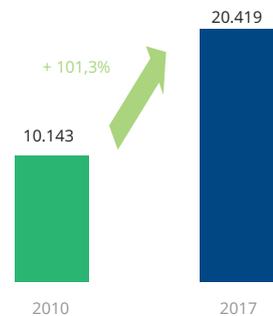
Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) A CORTO PLAZO

Obligaciones, bonos y otros valores de pasivo corriente
Empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros al cierre de 2010-2017



Fuente: BME*

*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que ha sido posible desglosar datos

EL ACCESO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

El creciente acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de Renta Fija o Deuda corporativa no es un proceso exclusivo de las compañías incluidas en el IBEX 35 y se documenta bien en el artículo de Fuertes y Serena (2016) titulado “La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de bonos”⁸.

El volumen total de emisiones de deuda se incrementó considerablemente a partir del año 2010, en línea con la tendencia global hacia una mayor financiación vía mercados de capitales tras la crisis financiera. Así, el volumen anual medio emitido pasó de 10.680 millones de dólares durante el periodo 2000-2008 a casi 27.000 millones de dólares de media anual durante el periodo 2009-2017. Este proceso se ha producido en un “contexto de bajos tipos de interés y búsqueda de rentabilidades que se ha instaurado tras la crisis financiera global,.... junto a la caída del crédito bancario”.

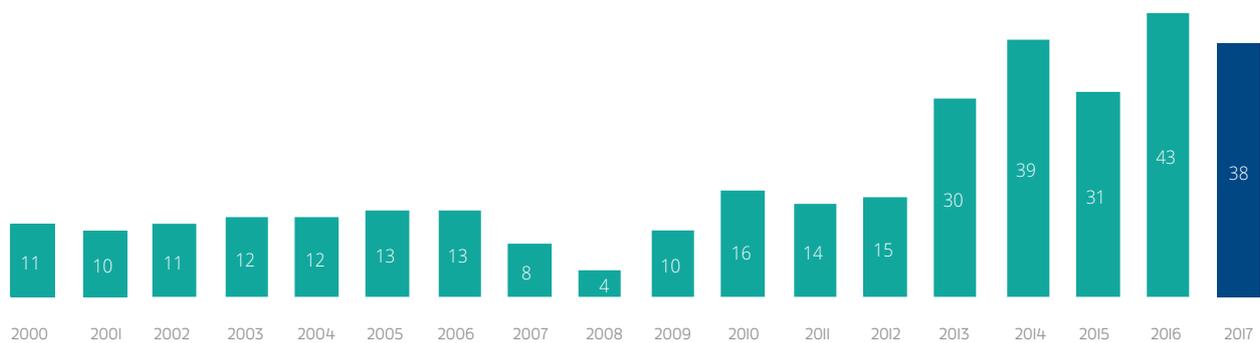
En los años 2007 y 2008 solo 8 y 4 empresas no financieras españolas fueron capaces de emitir en los mercados de bonos. Apenas 5 años después, en 2013, fueron 30 las empresas que emitieron, aumentando el número a 38 en 2017. Los volúmenes emitidos también multiplican su volumen pasando de los 8.980 millones en 2008 hasta los 27.800 millones en 2017.

Los resultados de otro estudio realizado por Mayordomo (2018)⁹ relativo a grupos no financieros cotizados en 8 países eu-

ropeos (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Portugal y España), confirma que la fuente de financiación más relevante para las empresas europeas y especialmente para las españolas, son los préstamos bancarios, aunque a partir de 2007 se produce un aumento significativo de la importancia de los valores de renta fija en los pasivos de las sociedades no financieras. Entre 2015 y 2016 se produce una convergencia de las empresas españolas con las europeas. Las conclusiones del trabajo llevan al autor a afirmar que “el proceso de desintermediación reciente ha sido muy importante en España, hay una mayor predisposición para emitir, pero todavía un 60% de las empresas cotizadas en la Bolsa podría beneficiarse de esta opción porque no lo ha hecho”. El trabajo revela también que la emisión de renta fija es mayor “cuanto más grande es el grupo y con mayor riesgo, probablemente por las dificultades de encontrar crédito bancario por los requerimientos de capital exigidos a la banca para financiar a ese sector”.

Ya no se aprecian diferencias entre grupos cotizados comparables de Europa, en gran parte por la coyuntura originada tras la crisis. Asimismo, Mayordomo destaca que “el diferencial del coste de financiación mediante bonos frente a préstamos tiene un efecto importante sobre la composición de los pasivos. Así, un aumento en la rentabilidad de los bonos relativa al tipo de interés de los préstamos produce un efecto sustitución que lleva a las empresas a financiarse por medio de préstamos”.

Nº DE EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS QUE HAN REALIZADO EMISIONES DE RENTA FIJA DESDE EL AÑO 2000



Fuente: Fuertes, A.; Serena, J.M. (2016). “La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de Bonos”

8. Fuertes, A.; Serena, J.M. (2016) “La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de Bonos”. BME

9. Mayordomo, S. (2018) en Fundación de Estudios Financieros. Documento de Trabajo nº 14

ALIMENTANDO EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS: LA FINANCIACIÓN DE MERCADO A TRAVÉS DE MAB Y MARF

En el documento ya citado de la FEF, Canadell y Cambon (2018)¹⁰ resaltan que *“a pesar del entorno favorable que ofrecen los mercados de capitales, siguen fuertemente dominados por las emisiones de grandes empresas, debido a los costes asociados tanto a la emisión de acciones como de Renta Fija. El incremento del tamaño de las compañías mejoraría las condiciones de acceso a los mercados de capitales, aunque se trata de un proceso nada sencillo debido a los umbrales regulatorios y al modelo de negocio de la economía española, muy ligada al sector de servicios”*.

Esto justifica el planteamiento de dos grandes objetivos: conseguir que las compañías españolas aumenten de tamaño y abrir vías de financiación de mercado para las compañías de pequeño y mediano tamaño.

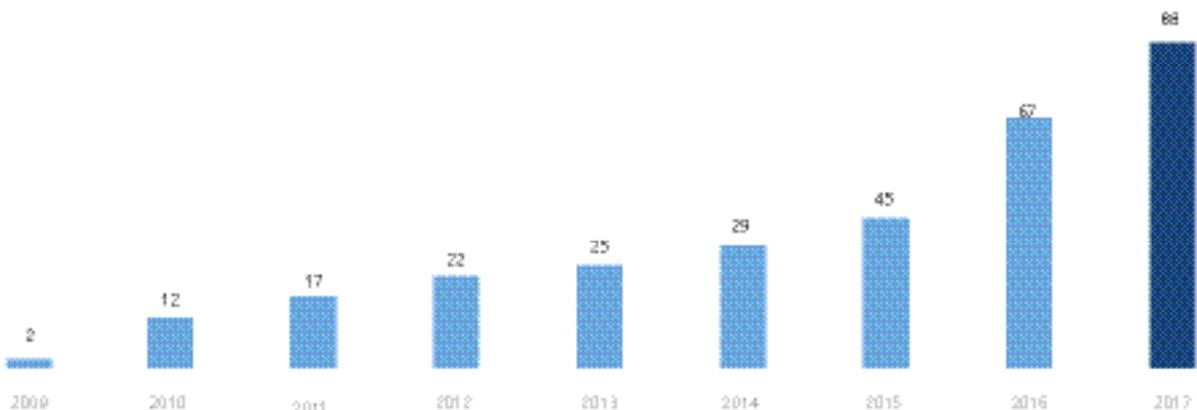
En este último ámbito es especialmente relevante la evidencia que aportaba el Banco de España en su Informe Anual 2016¹¹ acerca de las mayores dificultades para la financiación bancaria que encuentran las empresas innovadoras frente al resto de empresas, tanto en España como en la Unión Europea. A pesar de que las condiciones han mejorado ostensiblemente todavía persiste el gap entre ambos tipos de empresas, reflejando una necesidad clara: es obligado abrir

vías de financiación de mercado para empresas y proyectos innovadores.

Si bien el canal bancario sigue siendo predominante para las empresas de pequeña y mediana dimensión, un papel determinante a la hora de abrir vías alternativas de financiación lo tiene BME y en esta línea ha desarrollado en la última década de dos iniciativas que ponen el foco en este grupo de sociedades: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

El MAB cerró el ejercicio de 2017 con 88 compañías listadas y ha seguido consolidando en 2017 su potencial de financiación. El MAB va consolidando su papel gracias a la combinación que ofrece de financiación, liquidez para los accionistas, valoración permanente y reconocimiento público. Es relevante, como reflejan las cifras recogidas en los gráficos adjuntos que las empresas presentes en el mercado son capaces de realizar cada vez con mayor facilidad operaciones nuevas de ampliación de capital que crecen tanto en número como en volumen. Esto se interpreta como un signo de que los inversores valoran la capacidad de las compañías de mantener una trayectoria en el mercado con todo lo que lleva consigo en términos de cumplimiento de normas y requisitos.

NÚMERO DE COMPAÑÍAS COTIZADAS AL CIERRE DE CADA AÑO EN EL MAB DESDE SU NACIMIENTO*



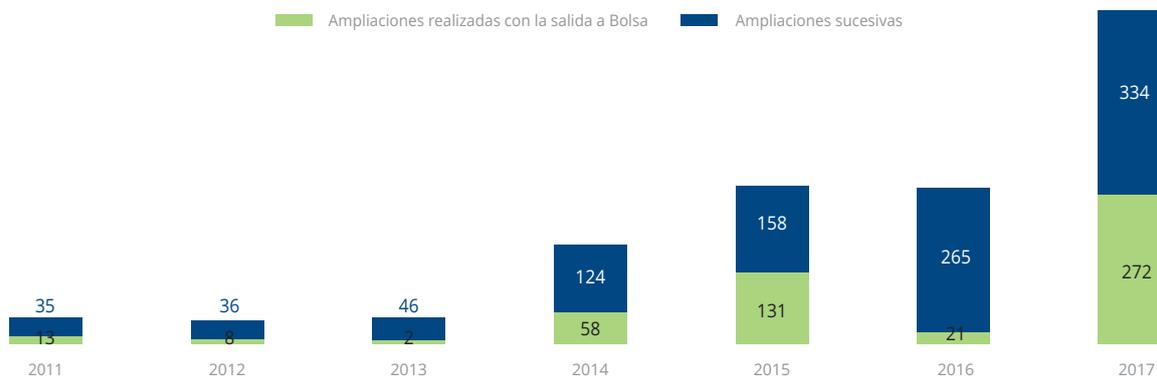
(*) Empresas en Expansión y Solares
Fuente: BME

10. FEF (2018). Como asentar y diversificar la financiación de la economía española. Documento de trabajo N° 14.

11. Banco de España (2018). Informe Anual 2017. Pag. 111

VOLUMEN EFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MARF*

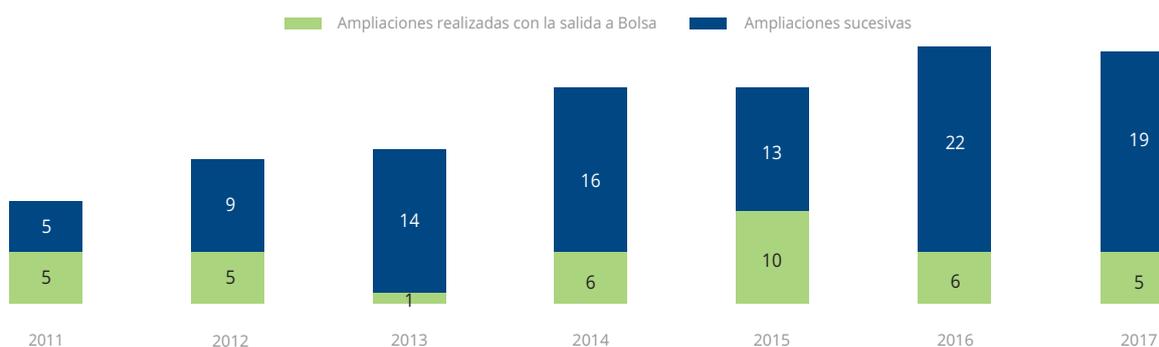
(2011 - 2017). Datos en millones de euros.



(*). Empresas en Expansión y Socimi
Fuente: BME

NÚMERO DE AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MARF*

(2011 - 2017)



(*). Empresas en Expansión y Socimi
Fuente: BME

EL MARF TAMBIÉN GANA PROTAGONISMO

Las grandes compañías cotizadas en Bolsa son en gran medida responsables del ascenso de la financiación empresarial mediante instrumentos de renta fija, pero la Bolsa española ha contribuido con una iniciativa adicional: la puesta en marcha en 2013 del MARF, una plataforma electrónica capaz de ofrecer transparencia y liquidez en los mercados de Renta Fija y garantizar la mejor ejecución de las órdenes y que reduce los plazos de emisión de instrumentos de Renta Fija. A lo largo de su todavía corta trayectoria se han ido incorporando al mercado emisiones de empresas de diversos tamaños, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales.

Con las incorporaciones de 2017 ya son un total de 40 las empresas que se han financiado directamente en el MARF operado por BME desde su nacimiento. En conjunto, en 2017 el

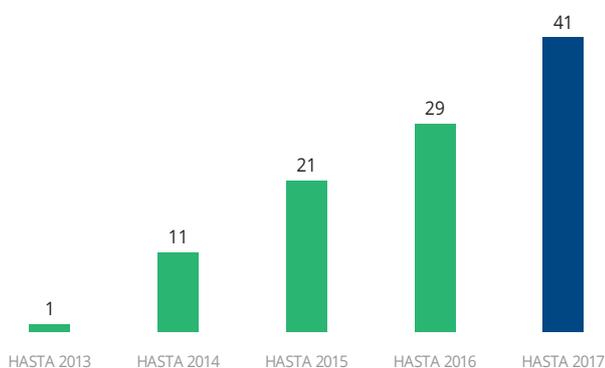
volumen de emisiones y admisiones a cotización en el MARF alcanzó los 3.969 millones de euros y supera ampliamente los casi 2.300 millones de 2016. El saldo vivo de las 32 emisiones de deuda corporativa registradas en MARF se situaba al cierre de diciembre en casi 2.192 millones de euros con un crecimiento del 36% respecto a la misma fecha del año anterior.

El importante papel que ya juega, y jugará todavía más, el MARF en el proceso de desintermediación bancaria queda reflejado en el Informe Anual 2017¹² del Banco de España: "La regulación más estricta de bancos y el desarrollo de nuevas infraestructuras, como el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), la definición de las titulizaciones simples y transparentes y otras medidas que puedan surgir del proyecto europeo de crear una Unión de Mercados de Capitales (CMU) influirán previsiblemente en la misma dirección"

12. Banco de España (2018). Informe Anual 2017. Pág 111

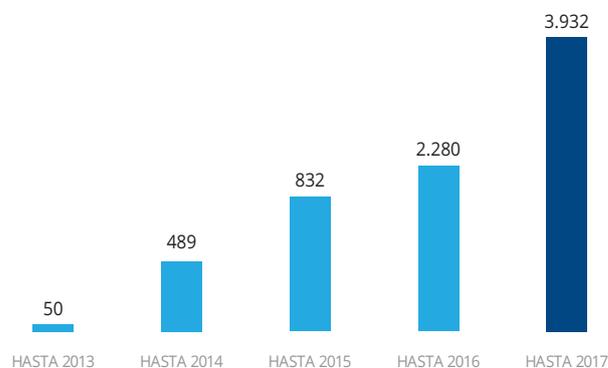
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE COMPAÑÍAS QUE SE HAN FINANCIADO EN EL MARF DESDE SU NACIMIENTO

Desde 2013 hasta el cierre de cada año. Fuente: BME



INCORPORACIONES DE EMISIONES EN EL MARF DESDE SU NACIMIENTO

Volumen de bonos y pagarés. Datos en millones de euros. Fuente: BME



CONCLUSIONES

De acuerdo con prestigiosos estudios y análisis recientes, la desintermediación y diversificación de la financiación de las empresas no financieras españolas es un hecho contrastado en los últimos años. Esta tendencia es positiva para el tejido empresarial español porque reduce la vulnerabilidad financiera en momentos de tensiones.

Si bien el creciente uso de los mercados de capitales tiene dimensión sobre todo europea continental, en España ha sido más intenso que en otros países por el elevado grado de bancarización de la economía. Las compañías no financieras de mayor dimensión, cotizadas en Bolsa, han podido aprovechar mejor esta tendencia y las cifras muestran cambios que pueden considerarse muy profundos y significativos.

La estructura de la financiación de las empresas no financieras españolas que forman parte del principal índice de la Bolsa española, el IBEX 35 muestra un aumento de los recursos propios,

obtenidos a través de beneficios retenidos y ampliaciones de capital a través del mercado y una paralela reducción del endeudamiento. A su vez la estructura de este endeudamiento se ha diversificado con una fuerte reducción de la financiación bancaria acompañada de un peso creciente de la financiación de mercado en forma de emisiones de deuda corporativa. Los datos anuales reflejan también el aumento de la competencia entre la financiación bancaria y de mercado de capitales: si en 2016 frente a 2015, la financiación bancaria caía, en 2017 frente a 2016 repunta su peso en detrimento de la financiación de mercado de capitales.

La senda marcada por las empresas no financieras del IBEX 35 coincide en gran medida con los retos financieros del tejido empresarial español: la imperiosa necesidad de ganar tamaño, una reducción del endeudamiento que ya se ha producido de forma significativa y la diversificación de las fuentes de financiación con presencia en los mercados de capitales¹³.

13. Requeijo, J. (dir.); Maudos, J. (subdir.); García Coto, D. (subdir.). (2014). Los retos de la financiación del sector empresarial. Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios. Madrid.

REFERENCIAS E INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

[Financial Integration in Europe. Special Feature A: Financial Development, financial structure and growth, evidence from Europe](#). European Central Bank May 2018. Recurso web.

["Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española"](#). Arce, O y García Coto, D. Pdf. Papeles de la Fundación N°14. 2018. Recurso web

["La desintermediación bancaria"](#). Banco de España. Informe Anual 2017. Mayo 2018. Pag. 111. Recurso web.

["La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión"](#). Informe Anual Banco de España 2016. Mayo 2017. Págs 61 a 75. Recurso web.

["Financiación no bancaria de la empresa española a través de los mercados de capitales"](#). García Coto, D y Garrido, J. Revista Mediterráneo Económico N° 29. Marzo 2017.

["Financiación a través de los mercados de capitales, un paso adelante más"](#). García Coto, D y Garrido, J. Revista Economistas N° 151/152. Marzo 2017.

["La relación entre endeudamiento y fiscalidad corporativa en las empresas cotizadas españolas"](#). Clemente-Almendros, JA, y Sogorb, F. Noviembre 2016. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.

["La financiación de empresas no financieras españolas en los mercados de bonos"](#). Alberto Fuertes y José María Serena. Octubre 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.

["Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España"](#). Cazorla Prieto, L.M.. Febrero 2016. Pdf. Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid. Recurso web.

["Los retos de la financiación del sector empresarial"](#). Varios autores. 2015. Papeles de la Fundación. Fundación de Estudios Financieros (FEF) y Círculo de Empresarios. Recurso web FEF.

["Los mercados de valores protagonistas en el diseño del nuevo modelo productivo español"](#). Octubre 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME

["La reforma fiscal en materia de tributación del ahorro y del endeudamiento de las sociedades"](#). Pdf. César García Nova. Instituto de Estudios Fiscales. DOC. N° 21/2014. Recurso web.

ANEXO

Apunte metodológico sobre la estructura financiera empresarial

La estructura de financiación de las empresas cuenta con un primer bloque que podemos considerar “financiación básica o recursos permanentes” conformada por el patrimonio neto y el pasivo no corriente. Es, en suma, la financiación propia más la financiación ajena a largo plazo.

La financiación propia o fondos propios son recursos financieros que no tiene la obligación de devolver. Han sido aportados por los accionistas (propietarios de la compañía) a través de las ampliaciones de capital o bien han sido generados por la empresa y han permanecido en ella (beneficios no distribuidos).

La financiación ajena a largo plazo es considerada también un recurso permanente y se denomina “pasivo no corriente”. Son fondos que la empresa debe devolver a quienes se los prestaron (bancos a través de préstamos o inversores a través de títulos de renta fija) y el plazo en el que tienen que hacer efectiva la devolución es superior a un año.

Un segundo bloque de la estructura financiera de las empresas es la financiación a corto plazo, también denominada “pasivos corrientes”. Son deudas con vencimiento inferior a un año y, por tanto, la empresa tiene obligación de devolverlas en un plazo inferior a doce meses.

Los pasivos financieros en la estructura financiera empresarial

Una parte importante del conjunto de la financiación ajena o pasivos, tanto a largo como a corto plazo, la conforman los pasivos financieros o deuda financiera de la compañía. Comprende las deudas con entidades de crédito, obligaciones y otros valores negociables emitidos por la sociedad, así como otros pasivos financieros. Su generación no está directamente relacionada con operaciones comerciales de la compañía. A continuación se realiza un breve repaso de los distintos epígrafes que integran los pasivos financieros o deuda financiera de una compañía.

A.- Deudas con entidades de crédito. Recoge las deudas contraídas con entidades de créditos por préstamos recibidos y otros débitos. También incluye las deudas por efectos descontados. Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Forman parte de los no corrientes cuando el plazo de vencimiento de las deudas supere a los doce meses y en caso contrario tienen la consideración de pasivos corrientes.

También incluye como pasivo corriente los intereses devengados y no pagados de las deudas con entidades ban-

carías, siempre que haya de hacerse efectivo dentro de los próximos doce meses.

B.- Obligaciones y otros valores negociables. Registra las deudas de la empresa instrumentadas a través de la emisión de obligaciones y bonos, incluidos los convertibles en acciones, así como en cualquier otra clase de valores representativos de deuda, siempre que sean objeto de negociación en los mercados y hayan sido ofrecidos al ahorro público. Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Cuando el vencimiento previsto de estos pasivos financieros representado en valores negociables tenga lugar dentro de los próximos doce meses son calificados como pasivos corrientes y en caso contrario tienen la consideración de pasivos no corrientes.

También forman parte del pasivo corriente los intereses explícitos, devengados y no pagados, de dichos valores siempre que hayan de hacerse efectivo dentro de los próximos doce meses.

C.- Otros pasivos financieros. Recoge las restantes deudas financieras, entre ellas las deudas contraídas por préstamos recibidos de entidades no bancarias, las deudas contraídas con suministradores de bienes que formen parte del inmovilizado de la compañía, el importe de las operaciones con derivados financieros que supongan un pasivo (valoración desfavorable) para la empresa cualquiera que sea la finalidad perseguida en la contratación del instrumento así como los acreedores por arrendamiento financiero en aquellos casos que la compañía no los haya calificado como deuda bancaria. También se incluyen en este apartado las deudas contraídas que se hayan instrumentado a través de efectos de giro y las fianzas y depósitos recibidos así como las garantías financieras concedidas por la empresa.

Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Cuando el vencimiento previsto de estos pasivos financieros tenga lugar dentro de los próximos doce meses son calificados como pasivos corrientes y en caso contrario tienen la consideración de pasivos no corrientes.

También forman parte del pasivo financiero corriente las deudas con accionistas por dividendos, ya sean definitivos o a cuenta de los beneficios del ejercicio, aprobados y pendientes de pagos. También en caso de que los pagos pendientes sean por reparto de reserva.

También forman parte del pasivo financiero corriente las deudas con accionistas por dividendos, ya sean definitivos o a cuenta de los beneficios del ejercicio, aprobados y pendientes de pagos. También en caso de que los pagos pendientes sean por reparto de reserva.