



**IEAF | FEF**

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

***Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de  
la Economía Española (Sesión II)***

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

**Presentación del Documento de Trabajo**

Auditorio de la Torre Banco Sabadell  
Barcelona, 19 marzo 2018

Una iniciativa propuesta por el Comité Asesor Conjunto (CAC) del IEAF-FEF que se pone en marcha en el año 2017

Mesas de debate sobre temas monográficos de carácter financiero

Participación de expertos en cada una de las materias.

Estructurado en forma de ponencias para suscitar el debate

Documento de trabajo final con ponencias, conclusiones y recomendaciones. Presentación pública.

Coordinadores: Óscar Arce (Banco de España) y Domingo García Coto (BME)

I Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF:

*"¿Es la economía española financieramente vulnerable?"*. Junio 2017

II Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF:

*"Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española"*. Nov. 2017

Ponencias:

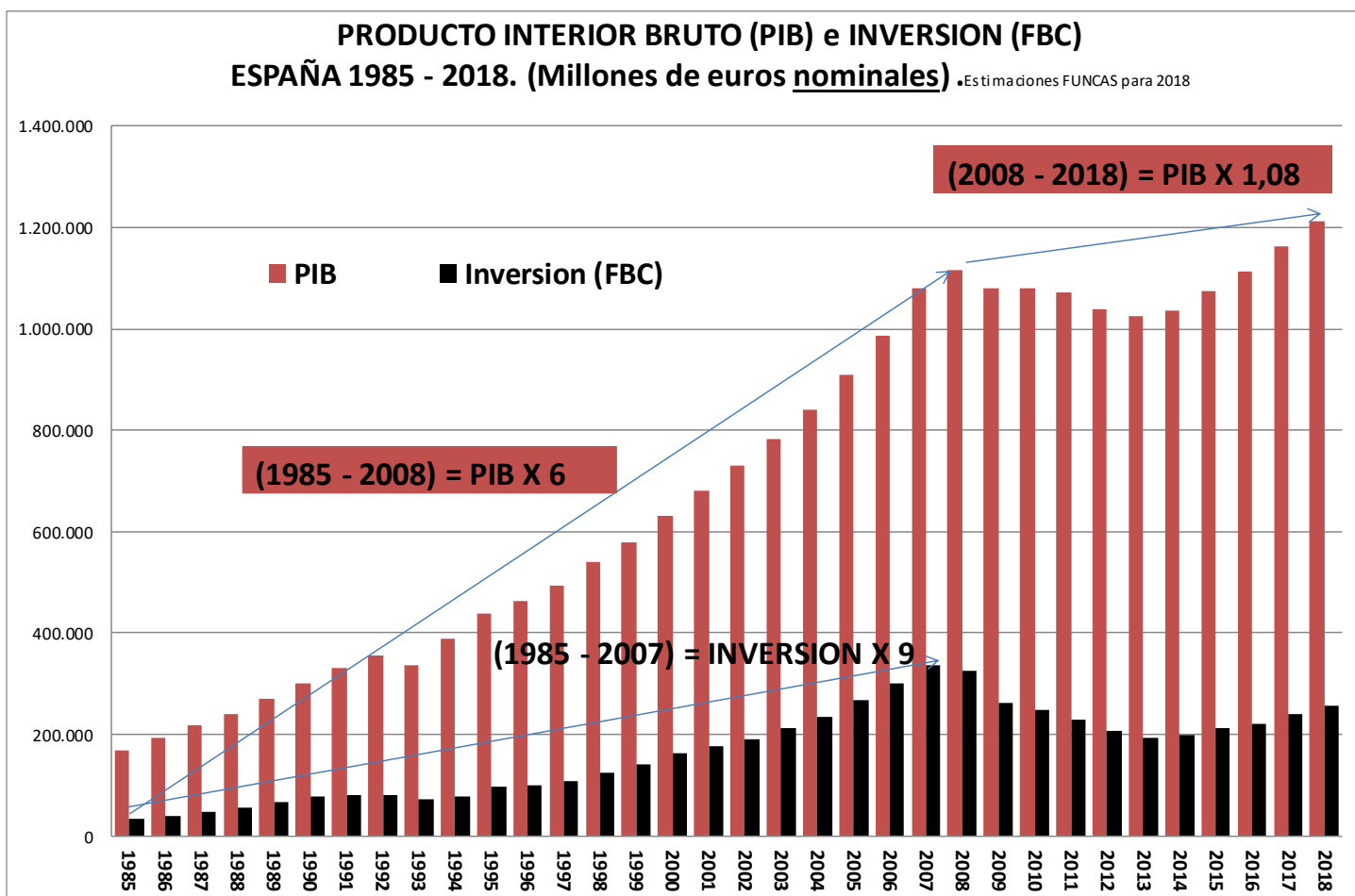
1. EL TAMAÑO EMPRESARIAL COMO PALANCA DE LA PRODUCTIVIDAD, LA INVERSIÓN Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO. NUEVAS PERSPECTIVAS PARA ABORDAR EL PROBLEMA. Pedro Guerrero Meseguer. Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

2. FINANCIACIÓN BANCARIA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA. SITUACION ACTUAL Y RETOS . Daniel Carrasco, Ana Ribalta y Sofía Rodríguez Rico. Banco Sabadell.

3. TENDENCIAS EN LA UEM Y EN ESPAÑA HACIA LA FINANCIACIÓN DESINTERMEDIADA. Sergio Mayordomo. Banco de España.

4. LA PRESENCIA DE EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES. Eudald Canadell y M<sup>a</sup> Isabel Cambón. CNMV.

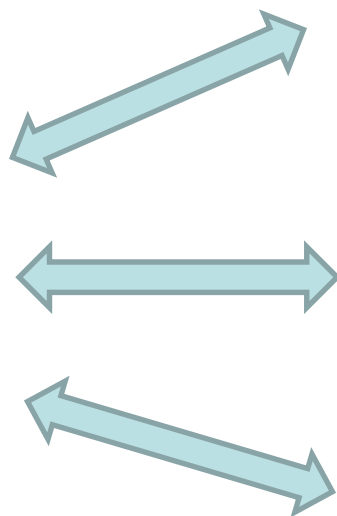
## Una década marcada por la crisis y posterior recuperación.....



**... la financiación de las empresas ha mejorado de forma ostensible desde 2014 y además se ha diversificado. La financiación bancaria está hoy normalizada y los mercados de capitales van adquiriendo un protagonismo creciente.**

**Pero el reducido tamaño empresarial sigue siendo un lastre para la productividad y el crecimiento de la economía sobre todo a medio y largo plazo.....**

- **Tamaño empresarial**



- **Financiación Bancaria**
- **Tendencia a la Desintermediación**
- **Mejorar Presencia en Mercados de Capitales**

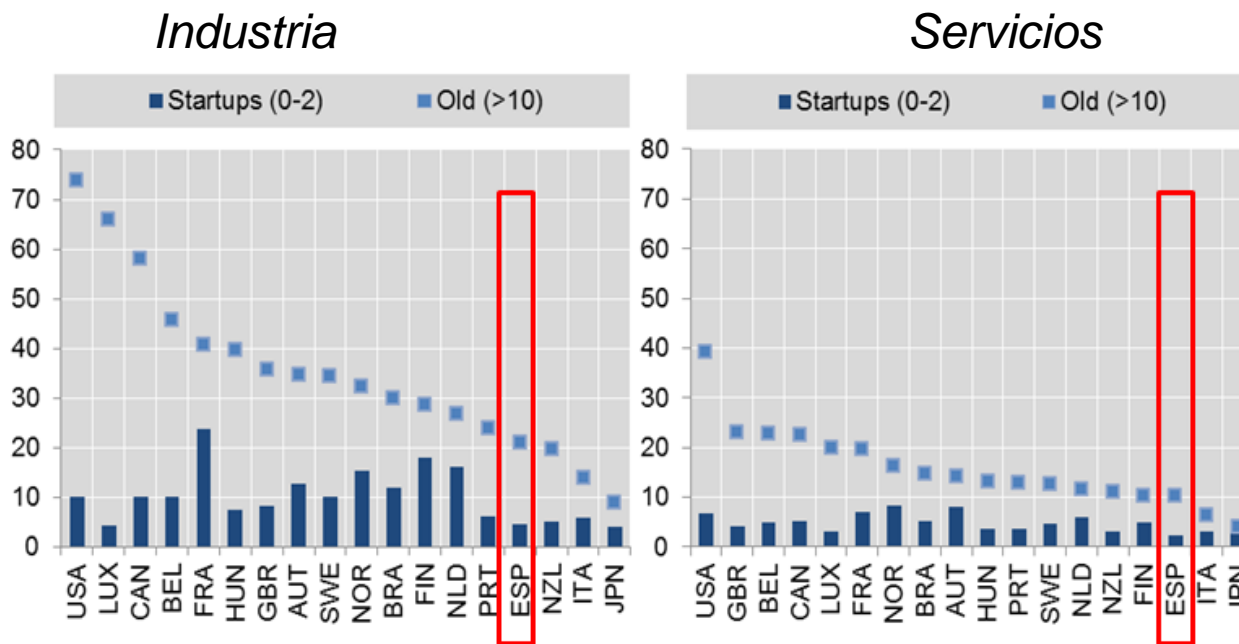
- ***"Las empresas españolas son más pequeñas que en países comparables"***
- ***"Las empresas que disponen entre 1 y 9 empleados contribuyen al 25,7% del Valor añadido de la economía frente al 15,6% de Alemania"***
- ***"Además, el conjunto de PYMEs en España generan el 62% del valor añadido bruto, frente al 54% en Alemania"***
  - Guerrero Meseguer, P. (2017)

# Tamaño empresarial: *evidencias*

- **“El reducido tamaño de las compañías se observa tanto en sus inicios como en los años siguientes, lo cual quiere decir que tardan más en crecer.....”**

- Guerrero Meseguer, P. (2017)

## Evolución temporal del tamaño empresarial (número de trabajadores)



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

# Tamaño empresarial: evidencias

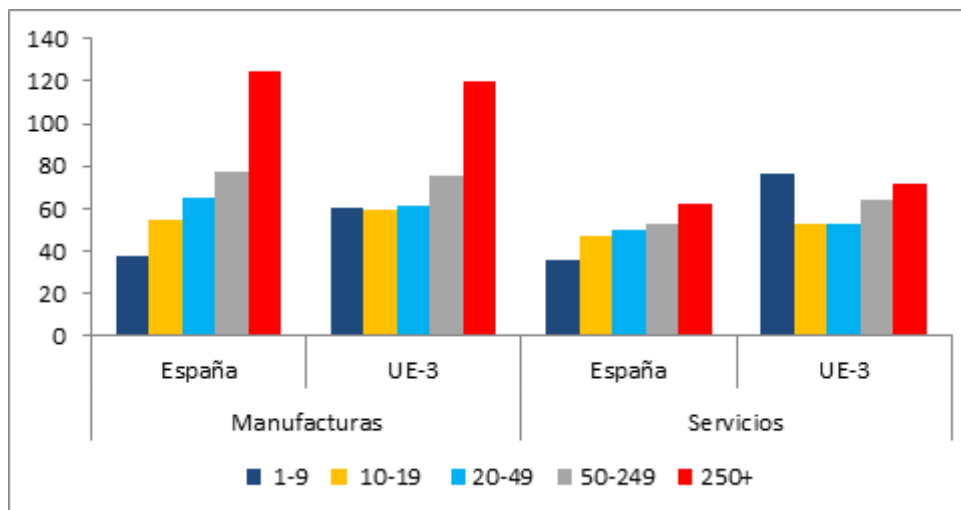
- ***"... se han identificado más de 130 umbrales regulatorios (más propios de España que de la UE) vinculados al tamaño empresarial y que tienen que ver principalmente con la cifra de negocio (2, 6, 10 millones de euros) y con el número de trabajadores (10, 50 y 250)".***
- ***"Determinadas regulaciones se activan cuando se superan dichos umbrales y, por ejemplo, el número de empresas con 10 trabajadores es un 40% inferior al número de empresas con 9 trabajadores y algo similar ocurre con el trabajador 50".***
- ***"Estos umbrales implican costes incrementales y mayores dificultades para alcanzar la escala óptima".***
- ***"En líneas generales se trata de umbrales que tienen que ver con materia laboral y fiscal."***

- Guerrero Meseguer, P. (2017)



- "... tienen mayor probabilidad de ser *menos productivas* porque tienen más dificultades para exportar e innovar y para realizar economías de escala"**
  - Guerrero Meseguer, P. (2017)

## Productividad según el tamaño empresarial (miles de \$ por empleado)



Fuente: "Informe país 2016 – España", Comisión Europea.

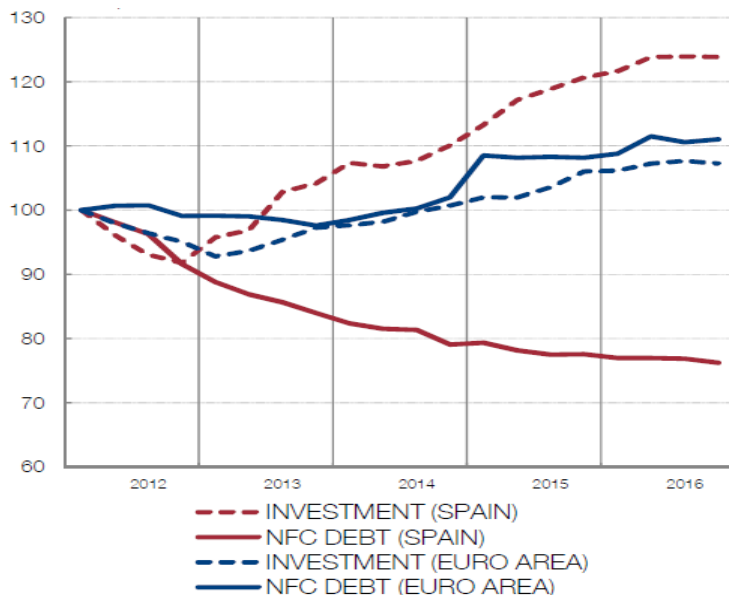
- ***“...el reducido tamaño está relacionado con las dificultades de acceso al crédito”***
  - FMI (2016)
- ***“Las consecuencias directas se encuentran en la dificultad para realizar proyectos de inversión, especialmente en ámbitos como la I+D+i, las tecnologías de la información y la internacionalización”***
  - Guerrero Meseguer, P. (2017)

- **Medidas relativas a los umbrales regulatorios:**
  - **Eliminación de los umbrales cuando no resulten "necesarios y proporcionados",**
  - **Sustituir umbrales vinculados al tamaño empresarial por otro tipo de umbral,**
  - **Implantar un "phase-out": la regulación se activa cuando se rebasan los umbrales durante varios ejercicios consecutivos,**
  - **Revisión de al alza o a la baja de los umbrales, permitiendo además reducir el efecto escalón.**
- **Mejorar la financiación empresarial**
  - **Reformas regulatorias**
  - **Apoyo público**

- ***Clima de negocio***
  - ***Promover y facilitar la apertura de empresas***
  - ***Agilizar y mejorar el registro de propiedades***
  - ***Agilizar la obtención de los distintos permisos***
  - ***Agilizar el funcionamiento del sistema judicial***
  - ***Promover y facilitar el acceso a la financiación***
  - ***Marco fiscal y laboral para promover el crecimiento***
- ***Armonización regulatoria***
  - ***Frenar una excesiva fragmentación del mercado interior, donde existen grandes diferencias por Comunidades Autónomas***
  - ***Mayor cooperación entre el Gobierno Central y las Comunidades Autónomas***

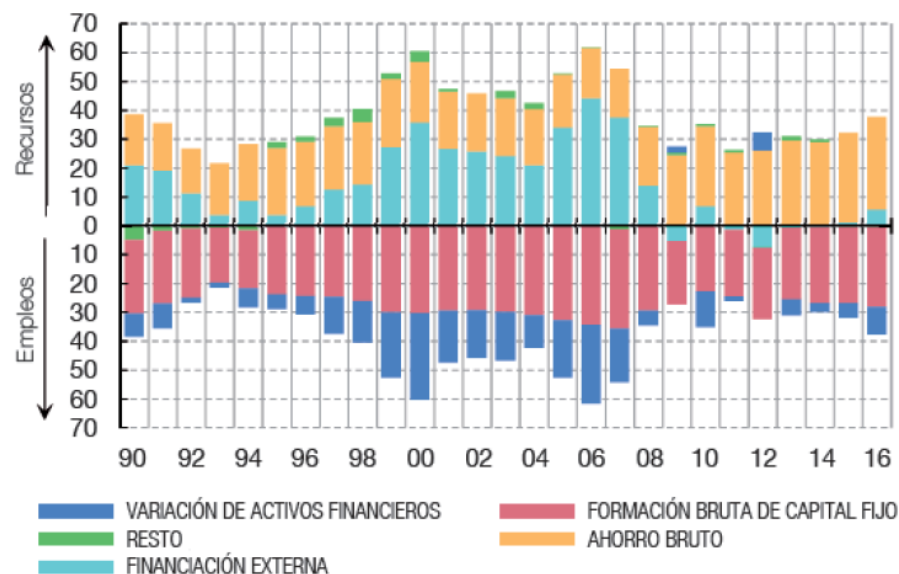
## ➤ Dinamismo de la inversión pese al desapalancamiento empresarial

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



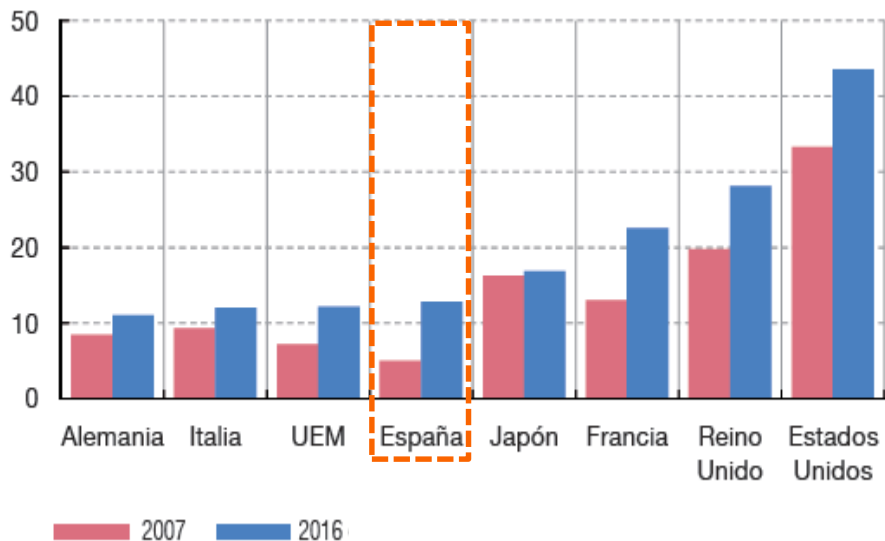
## ➤ Utilización del ahorro empresarial como principal fuente de financiación

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



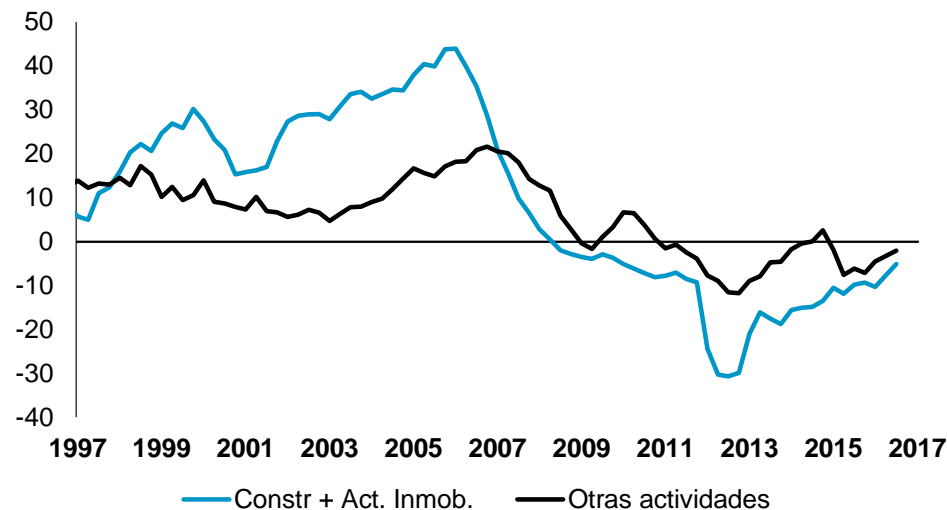
## ➤ Aumento de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija

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



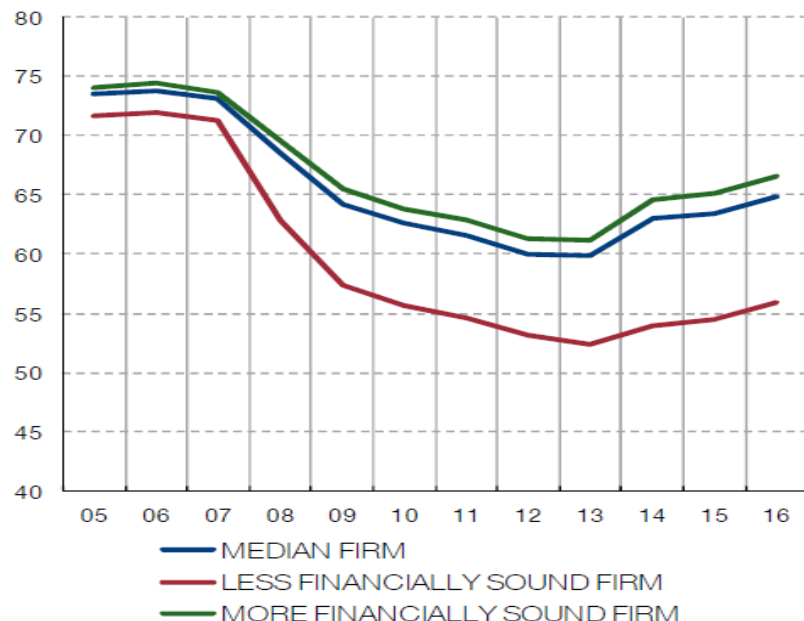
## ➤ Comportamiento heterogéneo del crédito por sectores de actividad

Crédito para financiar actividades productivas (variación interanual en %)



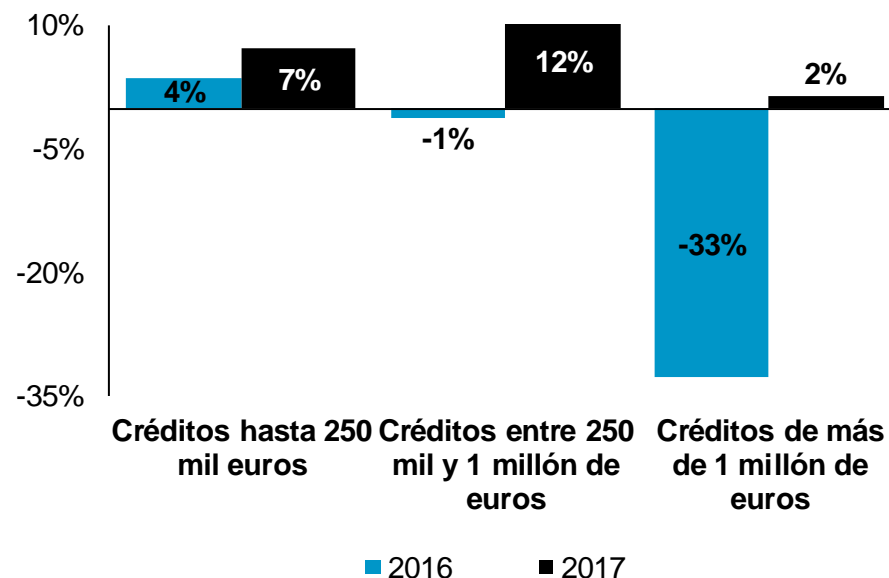
## ➤ Comportamiento heterogéneo del crédito según situación empresa

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



## ➤ Progresiva normalización de la actividad crediticia

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



➤ **Actividad crediticia apoyada tanto por factores de demanda como de oferta**

➤ **Favorables condiciones de financiación doméstica**

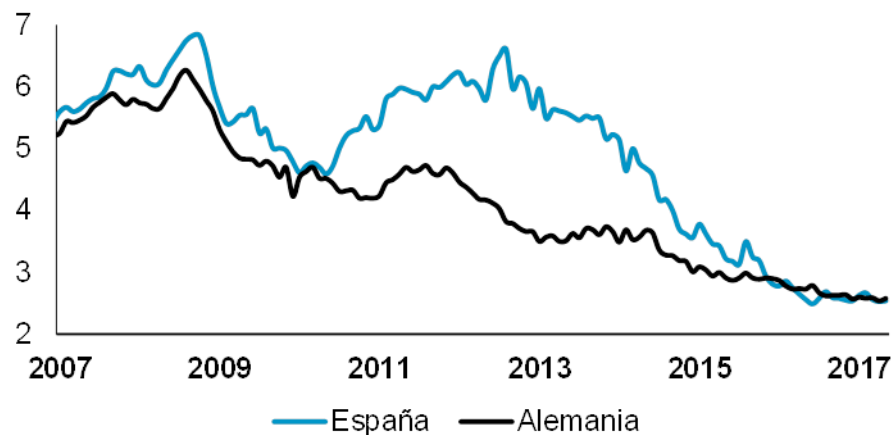
**Situación cíclica de la economía**

**Situación financiera de las empresas**

**Situación de las entidades de crédito**

**Condiciones de financiación**

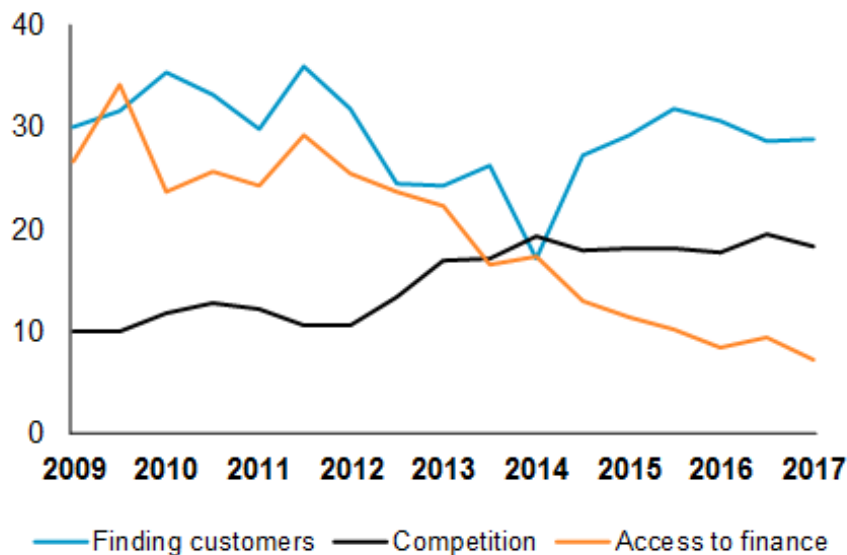
Tipo de interés aplicado a los préstamos a empresas (% , entre 1 y 5 años, hasta 1 millón de euros)





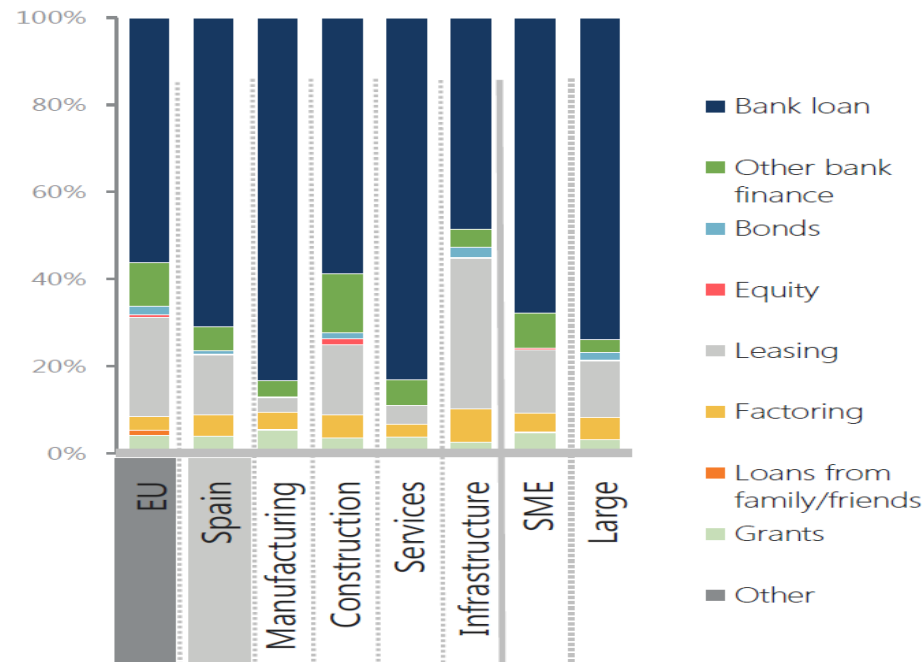
➤ **La financiación bancaria no constituye un problema para las empresas**

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



➤ **Papel dominante del crédito bancario como fuente de financiación externa**

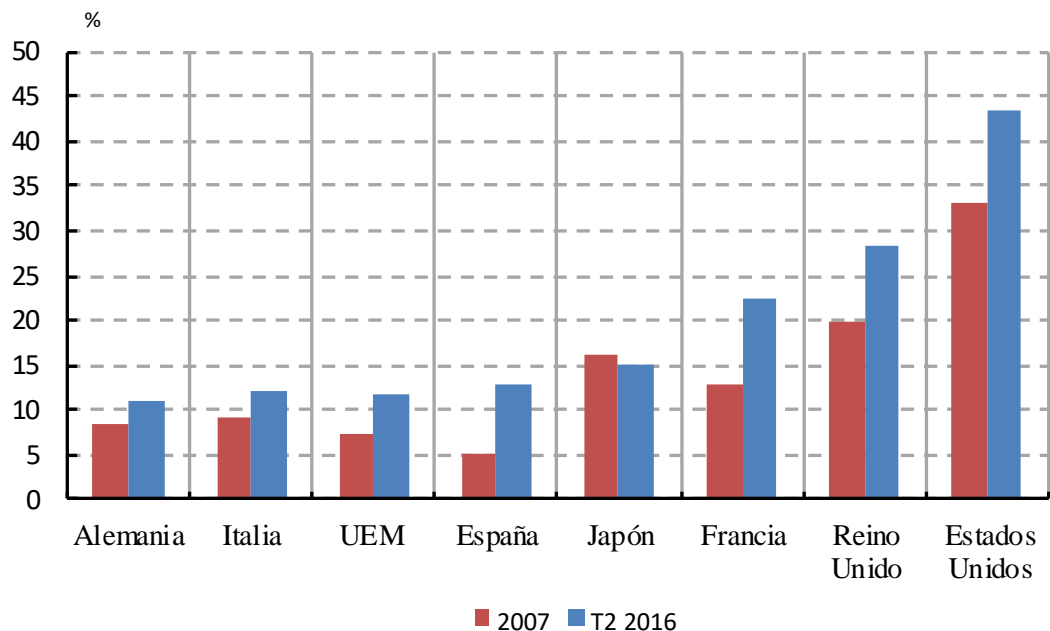
Importancia de cada fuente de financiación externa para actividades de inversión (en % del total)



## ➤ Evidencias:

- “Las economías de la zona Euro y Japón dependen en gran medida de la financiación mediante préstamos bancarios mientras Reino Unido y Estados Unidos dependen en gran medida de las financiación de mercado”

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

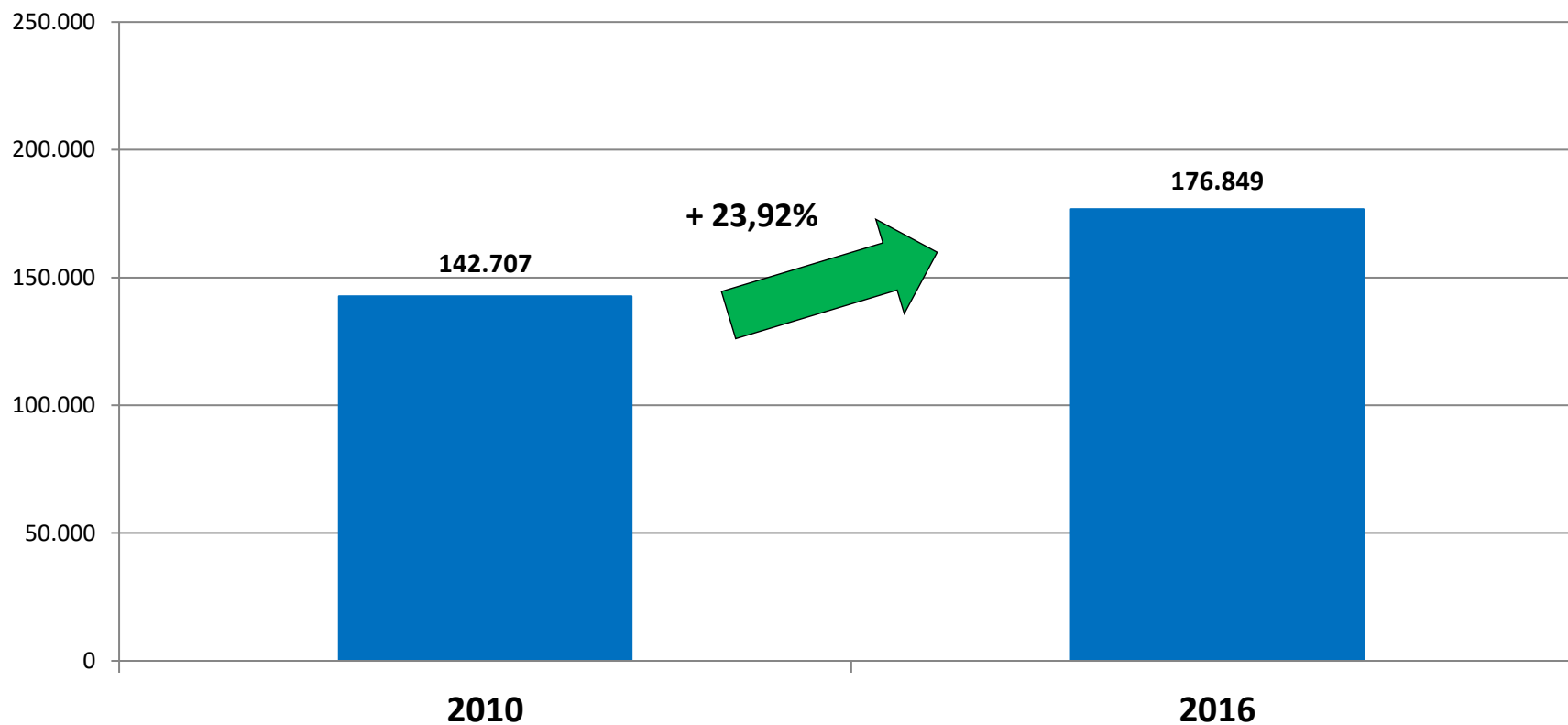


➤ Mayordomo, S. (2018)

**PATRIMONIO NETO**

**Recursos propios de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)**

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016 Fuente: Servicio de Estudios BME\*

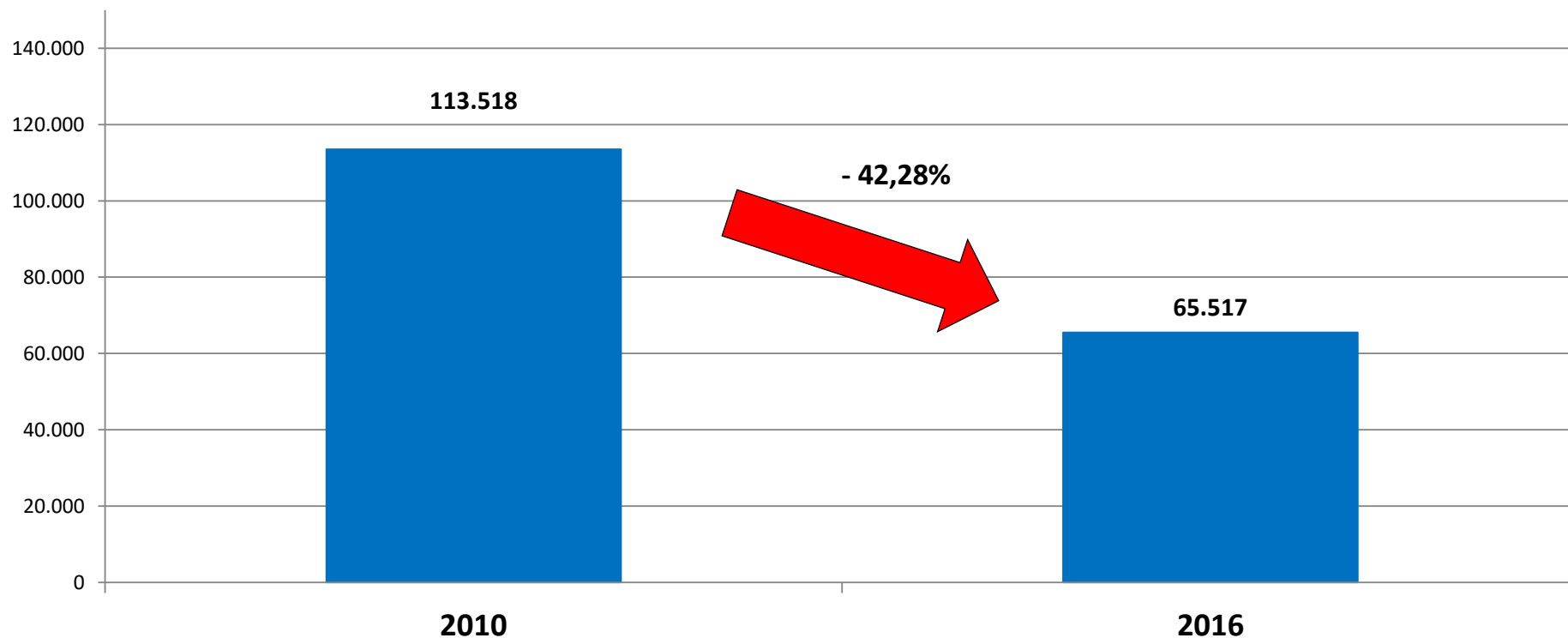


\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos

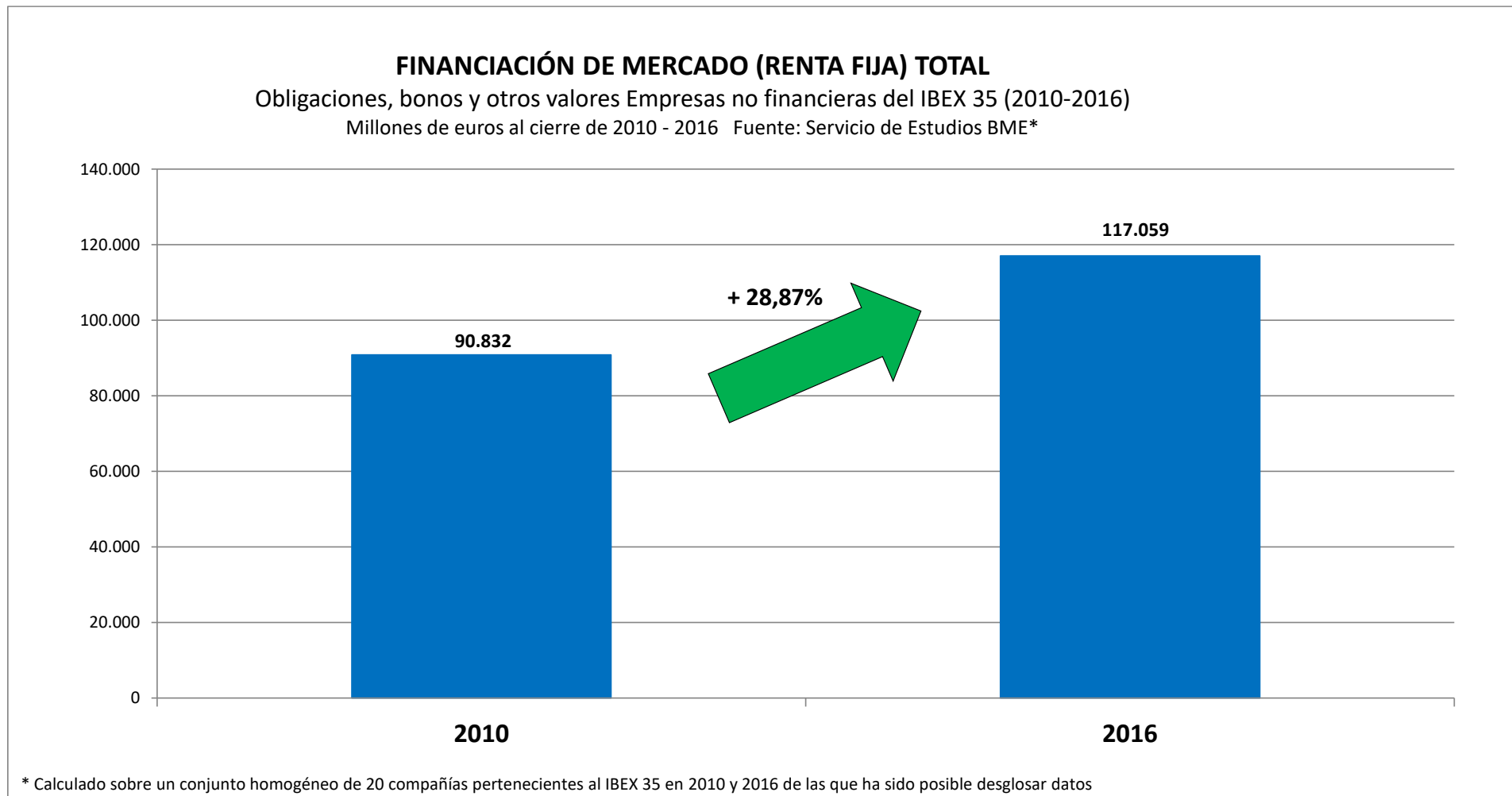
### FINANCIACIÓN BANCARIA TOTAL

Deuda con entidades de crédito de empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016 Fuente: Servicio de Estudios BME\*)



\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos



## ➤ Evidencias:

### ➤ Estudio realizado sobre grupos no financieros cotizados en países de la Zona Euro

CUADRO 1: PORCENTAJE DE GRUPOS COTIZADOS EMISORES DE DEURA POR PAÍS Y AÑO

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

➤ Mayordomo, S. (2018)

### ➤ Resultados del estudio realizado sobre grupos no financieros cotizados en 8 países de la Zona Euro

- 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 en las empresas españolas con las europeas**.
- El proceso de desintermediación reciente ha sido muy importante **en España pero todavía un 60% de las empresas cotizadas en la Bolsa que podría beneficiarse de esta opción no lo ha hecho**.
- **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 este sector
- Ya **no se aprecian diferencias entre grupos cotizados comparables** en Europa.
- El **diferencial del coste de financiación mediante bonos frente a préstamos tiene un efecto importante** sobre la composición de los pasivos.

➤ Mayordomo, S. (2018)

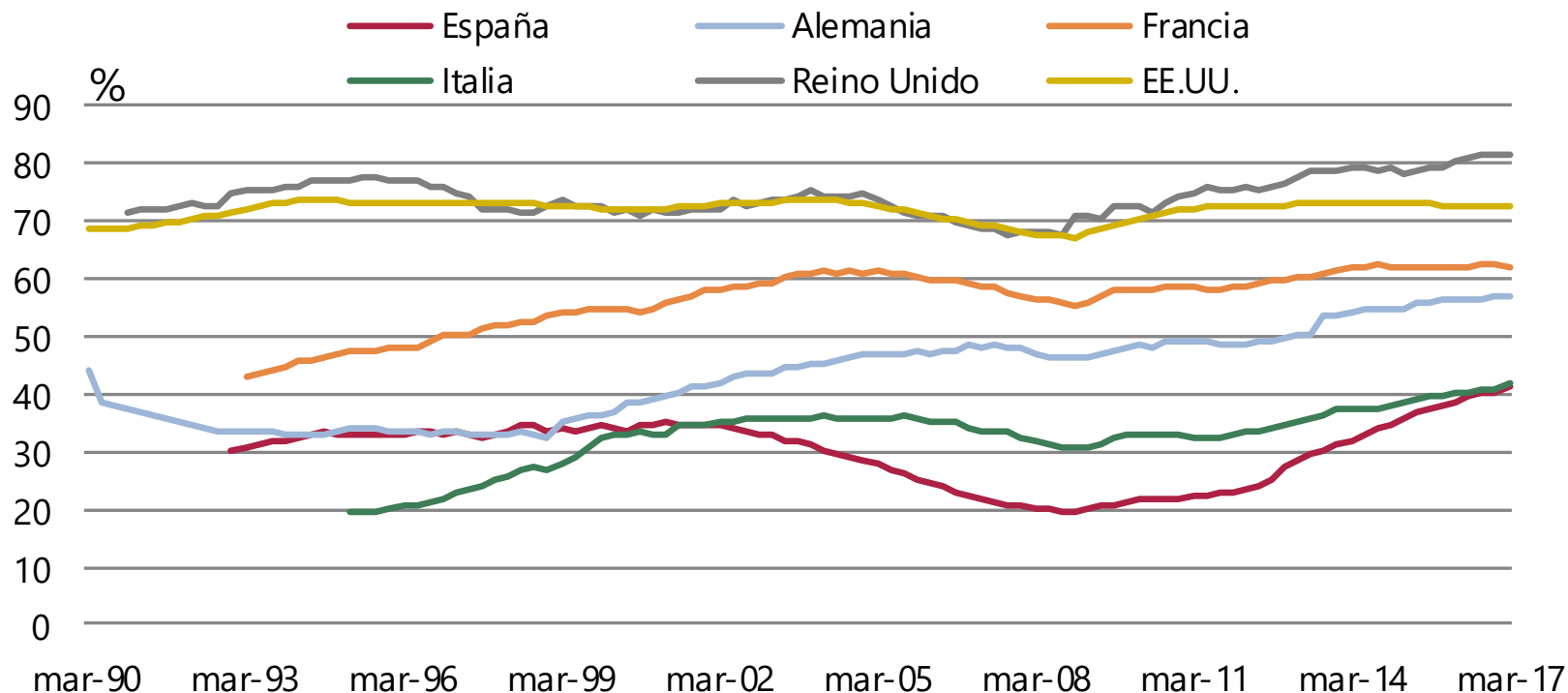
- La desintermediación de la financiación ajena tendrá un efecto temporal o permanente según cobren protagonismo los **factores que intervengan**
  - Factores temporales
    - Bajo nivel de los tipos de interés
    - Medidas adoptadas por el BCE (Corporate Sector Purchase Program). “Desde el anuncio del CSPP en marzo 2016 hasta abril 2017, la rentabilidad media de los bonos emitidos por sociedades no financieras españolas disminuyó en 44 puntos básicos”. “Los fondos obtenidos mediante la emisión de nuevos bonos tras el anuncio del CSPP fueron utilizados para disminuir el saldo de créditos bancarios”.
  - Factores persistentes
    - Requerimientos de capital bancario
    - Desarrollo del MARF, diseñado para empresas de menor dimensión que agiliza trámites y costes. “Pese a su limitada importancia en el presente, su funcionamiento resulta crucial para el acceso a los mercados por parte de empresas que tienen más dificultades para ello”
    - Nuevo marco regulatorio europeo (CMU) para “proporcionar a las empresas nuevas fuentes de financiación, especialmente para las Pymes, y la reducción del coste para la obtención del mismo”. La mayoría de las actuaciones se centran en el paso de la intermediación financiera a los mercados de capitales y en la eliminación de obstáculos que impiden la inversión transfronteriza.
    - Regulación española. Ej. Ley de Fomento de la Financiación Empresarial
    - Otros factores no directamente relacionados con la renta fija como el capital-riesgo, shadow banking, fintech. “La cuota de mercado de la banca en la sombra y las fintech se ha duplicado de 2007 a 2015 en el mercado hipotecario de Estados Unidos. El aumento se debe a la disminución de la actividad de la banca tradicional en los mercados en los que existen mayores requerimientos de capital y, en menor medida, a la mejora de la tecnología”



- Una **adecuada diversificación de las fuentes de financiación** de las empresas tiene importantes **implicaciones sobre la estabilidad** de las mismas. Una **economía excesivamente bancarizada está más expuesta a shocks del sistema bancario** los cuales podrían afectar en última instancia a la economía real.
- Los estudios académicos más recientes sugieren que **estructuras de financiación extrema no resultan óptimas y una mayor diversificación está relacionada con mayor inversión y un menor efecto de shocks negativos derivados de una crisis financiera**, independientemente de si se producen sobre el sistema bancario o los mercados financieros.
  - “Tanto la excesiva dependencia de una entidad de crédito con problemas como una alta exposición a los mercados de renta fija pueden resultar contraproducentes en momentos de tensiones”
  - Mayordomo, S. (2018)

## ➤ Mercados de capitales: un papel creciente durante los años de crisis financiera

**El peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario (1990 – 2017)**  
(Financiación Mercado / Financiación de Mercado + Financiación Bancaria). Fuente: CNMV



- **La financiación no bancaria, a través de mercados de capitales, ha experimentado en España un ascenso desde el 20% al 40% sobre la suma total de ambas en los últimos años. Aún queda lejos de lo que supone en otros países como estados Unidos y el Reino Unido, por encima del 70%.**

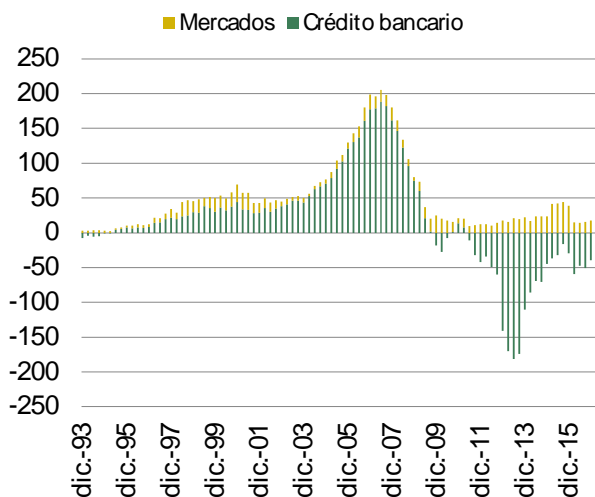
➤ Canadell, E.; Cambón, M. (2018)

## ➤ Mercados de capitales: un papel creciente durante los años de crisis financiera

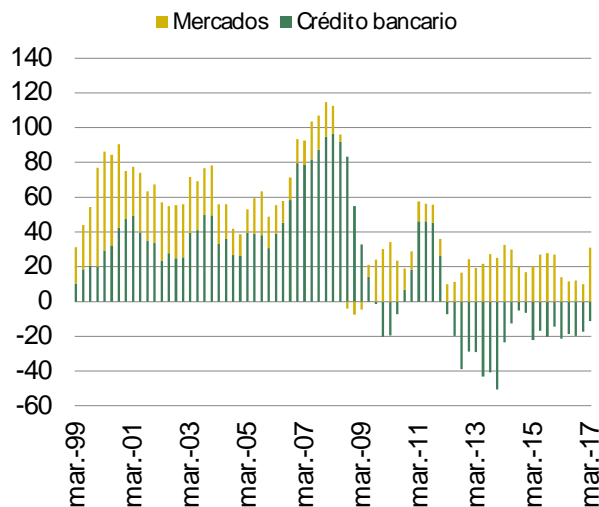
- Los mercados de capitales.... “consiguieron estabilizar los flujos de financiación de las empresas en los momentos de contracción del crédito, mostrando su papel anticíclico”.

### Variaciones netas en la financiación de mercado y el crédito bancario de las sociedades no financieras (miles de millones de euros)

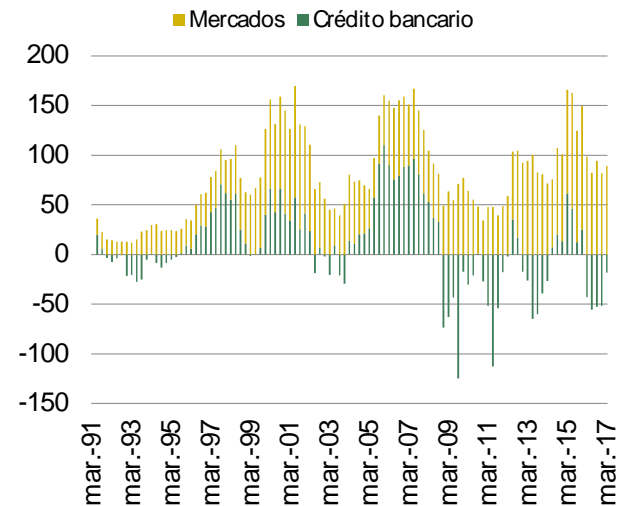
#### España



#### Italia



#### Reino Unido



➤ Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018)

## ➤ Mercados de capitales: un papel creciente durante los años de crisis financiera

- Los **activos del sector bancario se han reducido desde máximos cercanos al 330% del PIB en 2012 hasta algo menos del 250%**, mientras el saldo vivo de la deuda junto con la capitalización de acciones se ha ido incrementando hasta superar el umbral del 200% del PIB.
- Este rol ha desembocado en un **sistema financiero más equilibrado** donde los bancos siguen teniendo el mayor protagonismo pero otras vías de financiación como los mercados de capitales, las instituciones de inversión colectiva, los seguros o los fondos de pensiones han ganado peso.

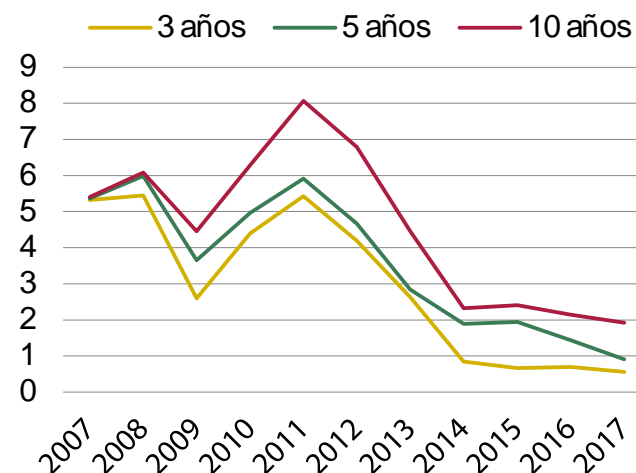
➤ Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018)

## PERO.... La presencia de empresas no financieras españolas en los mercados de capitales es relativamente reducida debido a su tamaño

- "A pesar del entorno favorable que ofrecen los mercados de capitales, siguen fuertemente dominados por las emisiones de las grandes empresas, debido a los costes asociados tanto a la emisión de acciones como de renta fija".
- Se ha detectado una disminución del importe de las emisiones de deuda, hasta una media de 400 millones de euros en 2016. La media de las emisiones de renta variable se mantiene sobre los 300 millones.
- **"El incremento del tamaño de las compañías mejoraría las condiciones,** aunque se trata de un proceso nada sencillo debido a los umbrales regulatorios y a la estructura de la economía española, muy ligada al sector servicios.

➤ Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018)

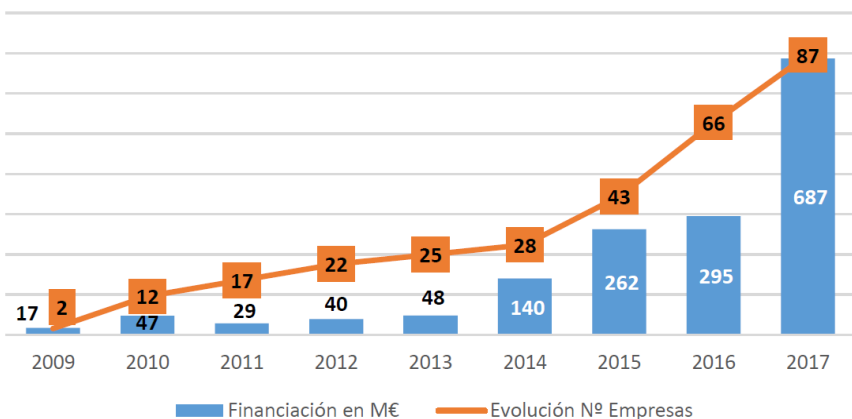
Rentabilidad de la deuda privada (%)



- Iniciativas llevadas a cabo en los últimos años para facilitar y fomentar el acceso de Pymes
  - **Creación del MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija)**
    - **Concebidos para un acceso más sencillo y eficiente a los mercados mediante la simplificación de requisitos.**
  - **Capital-riesgo.** Los mercados de capitales ofrecen la oportunidad de hacer líquida la inversión.
  - Desarrollo de plataformas de financiación participativa (**crowdfunding**). Hasta diciembre de 2017, se habían autorizado 27 plataformas.

## Financiación y nº de empresas del MAB

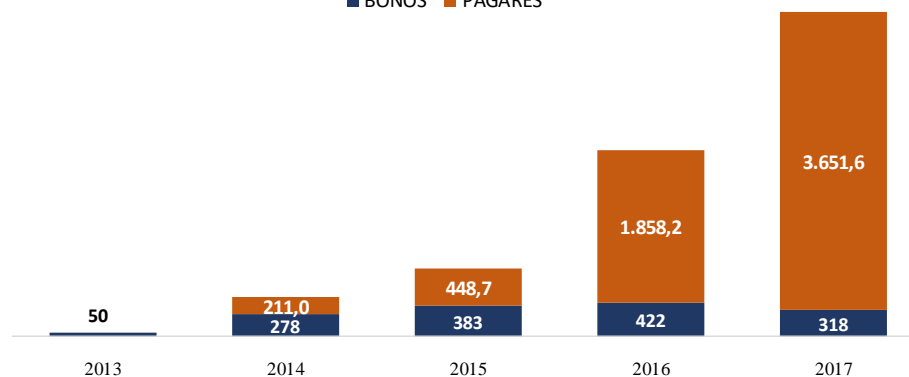
Segmentos de Empresas en Expansión y SOCIMIs. Fuente: BME



## Volumen incorporado en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

Datos en millones de euros. Fuente: BME

■ BONOS ■ PAGARÉS



➤ Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018)

# ¿Cómo mejorar la presencia de empresas en los mercados de capitales?

- **A medio plazo**, sobre qué factores se debe seguir trabajando para mejorar la presencia de las empresas en los mercados de capitales. Además de consolidar las iniciativas existentes se puede incidir sobre:
  - Las propias empresas que demandan financiación:
    - Eliminar o disminuir las trabas que impiden el crecimiento empresarial
    - Reducción de los **costes de participación** en los mercados (iniciativas CNMV)
  - La base inversora:
    - Incentivos fiscales
    - **Creación de vehículos** que fomentaran la inversión en valores emitidos en las plataformas alternativas. Por ejemplo fondos que invirtieran en crédito a las empresas de pequeño y mediano tamaño
    - Creación o modificación de los **límites regulatorios** a la cartera de inversión de algunos inversores institucionales
  - Cambio cultural:
    - Interiorizar y normalizar la tecnología
    - La importancia de la **educación financiera**
- Canadell, E.; Cambón, M.I. (2018)

## *“III Panel de seguimiento financiero IEAF-FEF de la economía española”*

Mesa de Debate: *“El déficit de Inversión Institucional nacional de la economía española”*

### Temas:

1. Fondos de inversión institucional: una perspectiva académica
2. Aseguradoras, el otro gran inversor institucional. Tamaño, fortalezas, debilidades y perspectivas.
3. Fiscalidad del ahorro institucional. Crítica y propuestas de reforma.