

Financiación alternativa de la empresa española

COORDINADORES:

- ANTONIO OPORTO
- LUIS MALDONADO
- TOMAS ALFONSO



La financiación alternativa está transformando el panorama financiero al complementar la oferta bancaria tradicional y abrir nuevas oportunidades para empresas e inversores. En esta monografía, elaborada en colaboración entre el Instituto Español de Analistas y Fianalbion, exploramos el valor, los retos y el potencial de este sector en España, poniendo énfasis en su papel clave para el desarrollo económico. Te invitamos a descubrir cómo la innovación, la tecnología y la colaboración están dando forma a un modelo financiero más diversificado y eficiente.



Índice

Prólogo. Lola Solana, <i>Presidenta Instituto Español de Analistas</i> y Marcos Flores, <i>CEO Finalbion</i>	5
1. La financiación alternativa desde una perspectiva macro y microeconómica. Luis Maldonado y Antonio Oporto. <i>Técnicos Comerciales y Economistas del Estado</i>	10
2. Oferta de financiación no bancaria para pymes en España. Eusebio Martín. <i>Director General. Aquisgran</i>	18
3. Perspectiva del uso de financiación alternativa. Santiago Sala. <i>CEO Grupo Apex</i> y Ricardo Rodríguez, <i>Director General Grupo Recoletas</i>	30
4. La revolución financiera en el sector inmobiliario: Explorando la financiación alternativa a través de fondos de Direct Lending. Ignacio Novela. <i>Partner Terram Capital</i>	37
5. Financiación alternativa: El papel transformador de las plataformas tecnológicas en el acceso al capital. Sergio Chalbaud. <i>Fundador de Senior Expert</i>	44
6. Inteligencia artificial e instituciones financieras no bancarias: el caso de los financiadores tecnológicos. Tomás Alfonso. <i>CFA</i>	51



7. La regulación de la financiación alternativa en España. Ignacio Ramos. <i>Profesor Asociado. Universidad Pontificia de Comillas. CEO Insight4Markets.</i>	62
8. ¿Qué ha de hacer la financiación no bancaria para crecer? Eusebio Martín. <i>Director General. Aquisgran.</i>	69
Papeles de la Fundación del Instituto Español de Analistas	75
Colaboradores de la Fundación del Instituto Español de Analistas	80



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1966
FUNDACIÓN

Finalbion 

Prólogo

Financiación alternativa de la
empresa española

Prólogo

La financiación alternativa amplía y diversifica la propuesta de soluciones de financiación complementando la oferta de los bancos y contribuyendo al desarrollo y éxito económico.

Sin embargo, en España al igual que en el resto de las grandes economías de la UE, el sector no ha alcanzado la misma cuota de penetración que en Estados Unidos. Tanto Finalbion, fondo de financiación alternativa en España que cumple diez años de actividad, como el Instituto Español de Analistas entienden que se necesita realizar un importante esfuerzo pedagógico para impulsar el sector y que la economía se pueda beneficiar de esta palanca de crecimiento. Ambas instituciones colaboran en esta monografía con la que esperan ayudar a empresas e inversores a entender mejor el valor que aporta este sector y los retos y las oportunidades a las que se enfrenta.

La financiación alternativa, o intermediación financiera no bancaria, ha experimentado un notable crecimiento en los últimos años, impulsado por avances tecnológicos, así como por factores económicos y regulatorios.

Por un lado, el endurecimiento de la regulación de los bancos tras la crisis financiera de 2008 redujo la capacidad de las entidades bancarias para asumir ciertos riesgos. Esta situación dejó un vacío que las instituciones financieras no bancarias (NBFi, por sus siglas en inglés) han sabido aprovechar ofreciendo productos y servicios que complementan la oferta bancaria tradicional. La naturaleza de las NBFi es muy heterogénea, según se mire desde la óptica de la naturaleza de su capital como el *crowdfunding* o los fondos de titulización y abarcan propuestas tan variadas desde la óptica del producto que ofrecen como el *factoring* o el *venture debt*.

Por otro lado, el entorno de tipos que ha prevalecido desde la gran crisis financiera ha propiciado la búsqueda de mayores retornos por parte de los inversores que coincidiendo con el aumento de la demanda de financiación han impulsado el crecimiento de las NBFi. Bajo estas siglas se agrupan perfiles muy heterogéneos de proveedores de financiación que en conjunto ofrecen una propuesta muy amplia a empresas y sectores en distintas fases de desarrollo. La elevada cuota de participación del sector deja patente la importancia de esta fuente de recursos. Las cifras más recientes estiman que la participación de las NBFi en el volumen global de financiación a empresas asciende al 50%.

En este contexto de mercado, la tecnología ha sido un factor determinante en la expansión del sector. El desarrollo de plataformas digitales ha “democratizado” el acceso al capital, especialmente en el caso de las *startups* y las PYMEs. Las eficiencias aportadas por las plataformas y las herramientas tradicionales de análisis de datos se han visto aumentadas recientemente con la irrupción de la inteligencia artificial (IA). La IA ha irrumpido con fuerza aumentando de forma transformadora la capacidad de análisis de riesgos, reduciendo los tiempos de procesamiento y en definitiva mejorando el acceso a la financiación de segmentos con necesidades difíciles de encajar en el modelo de negocio y balances de las entidades bancarias.

El término “shadow banking” fue inicialmente acuñado para describir actividades de intermediación financiera realizadas fuera del marco regulatorio bancario, pero con el tiempo fue adquiriendo connotaciones peyorativas que no reflejaban la realidad del valor que aporta el sector a la economía ni tampoco la realidad de los riesgos de sus propuestas y modelos de negocio.

Pero el cambio de denominación a NBFi, es esencialmente cosmético y no soluciona cuestiones de fondo importantes. Las nuevas siglas siguen agrupando un grupo heterogéneo de modelos de negocio. Algunos bien implantados y regulados, como por ejemplo las instituciones de inversión colectiva. Otros sin embargo se encuentran en fases más tempranas de desarrollo de mercado y de regulación, como por ejemplo las plataformas de préstamo P2P.

Pero la heterogeneidad del sector no solo se encuentra en la diversidad de modelos. También existen grandes diferencias en el nivel de desarrollo del sector entre distintas regiones del mundo. Estados Unidos y Reino Unido se caracterizan por el elevado desarrollo de sus mercados de capitales y la alta participación de las NBFi en la financiación de las empresas. Sin embargo, la situación es bien diferente en la UE donde la economía está más bancarizada, los mercados de capitales más fragmentados y las NBFi participan en la economía en menor medida.

Concretamente en España, la dependencia bancaria de las PYMEs, aunque difícil de estimar, puede que sea prácticamente total.

Seguramente la mayor cultura financiera y del emprendimiento, y el nivel de desarrollo de los mercados de capitales en general puedan explicar una buena parte del mayor desarrollo del sector en Estados Unidos frente a la evolución del sector en España y resto de grandes economías de la UE.

Y si la brecha se debe en parte a un déficit de cultura, se deberían promover políticas que impulsen el conocimiento de la financiación alternativa y también fomentar la colaboración entre actores financieros tradicionales y no tradicionales como fuentes complementarias de financiación.

Si bien la supervisión y regulación son necesarias, su objetivo debe ser el de aportar valor como garantía de desarrollo sostenible y evitar la inclusión de cortapisas innecesarias. En definitiva, un marco regulador adecuado debe fomentar el desarrollo de las NBFIs sin comprometer la estabilidad financiera.

Un enfoque equilibrado permitiría identificar y fomentar modelos de gran impacto económico, como los fondos de titulización o las plataformas tecnológicas, y a la vez supervisar adecuadamente aquellas actividades que comportan un mayor riesgo sistémico. En este sentido la regulación debiera diferenciar entre actividades con impacto macroeconómico y aquellas que operan en nichos específicos.

Las principales conclusiones de este informe son la siguientes:

1. En algunas jurisdicciones de la UE la NBFIs (excluida la canalizada a través de los fondos de inversión y de pensiones) es muy pequeña y no supone riesgo para la estabilidad financiera. Los riesgos típicos de esta actividad: riesgo de liquidez de los activos, de apalancamiento, de crédito, de transformación de plazos y de interconectividad con el sistema bancario, pueden suponer en algún momento vulnerabilidades, pero no alcanzan, de momento, un tamaño que nos deba alertar.
2. Se trata de actividades en crecimiento que aportan otra fuente de financiación alternativa a la banca que se debería favorecer y no limitar con exigencias regulatorias. Dentro de este ámbito es preciso diferenciar las entidades y actividades de impacto macroeconómico y sistémico de las que carecen de él.

3. Cualquier regulación o desarrollo supervisor de esta actividad debería tener en cuenta las particularidades del ecosistema de financiación alternativa español, evitando extrapolar normas aplicadas a las entidades bancarias que se alejen de él.
4. Hay que estar atentos a la evolución de esta vía de financiación que, hoy por hoy, no tiene una gran relevancia en nuestro país e ir pensando en qué medidas habría que implantar si su participación en el mercado alcanzase una dimensión sistémica y que, por su magnitud, representara un riesgo para la estabilidad financiera.

Esperamos que el lector encuentre en esta monografía algunas claves importantes sobre la financiación alternativa en un marco de rápidos cambios económicos y tecnológicos en el que para competir las empresas deben encontrar propuestas de financiación que se adapten a sus necesidades.

Esta monografía que presentamos pretende informar, y alimentar el debate sobre los cambios, retos y oportunidades en el ámbito financiero y el valor de las NBFi como complemento de la financiación tradicional.

Desde el Instituto Español de Analistas y Finalbion queremos expresar nuestro agradecimiento a todos los autores que han colaborado en esta monografía compartiendo su experiencia y conocimiento del sector.

Lola Solana
Presidenta Instituto Español Analistas

Marcos Flores
CEO Finalbion



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

Finalbion

1. La financiación alternativa desde una perspectiva macro y microeconómica

Financiación alternativa de la
empresa española



La financiación alternativa desde una perspectiva macro y microeconómica

LUIS MALDONADO y ANTONIO OPORTO
(Técnicos Comerciales y Economistas del Estado)

La financiación alternativa, también conocida como financiación no tradicional o fuera del sistema bancario convencional, ha experimentado un notable ascenso en las últimas décadas. Este fenómeno se ha visto impulsado por una variedad de factores, incluyendo la innovación tecnológica, la globalización financiera, la intensificación de la regulación y supervisión financiera a resultas de la crisis financiera global de 2008, y la búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas en un entorno de bajos tipos de interés.

El incremento de este tipo de financiación alternativa dio lugar a un aumento de la atención a la misma por parte de la literatura, y a un estudio más pormenorizado por parte de los supervisores sobre los posibles efectos sistémicos de la misma. Inicialmente, este tipo actividad bancaria pasó a quedar agrupada bajo el término "shadow banking". El término "banco en la sombra" fue acuñado por el economista Paul McCulley en un discurso de 2007 en la reunión anual organizada por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole. En su discurso, McCulley se refería principalmente a instituciones financieras no bancarias que participaban en un proceso de intermediación similar al de los bancos comerciales, captando fondos a corto plazo, y en consecuencia endeudándose, en los mercados monetarios y utilizando esos fondos para comprar activos con vencimientos a más largo plazo. De esta manera replicaban el tradicional "mismatching" de

plazos de la banca tradicional (depósitos a la vista en el pasivo versus activos de corto, medio y largo plazo). Al no estar sujetos a la regulación y supervisión bancaria tradicional, estas instituciones no tienen la facultad de pedir prestado en caso de emergencia a la Reserva Federal. En definitiva, estas instituciones carecían de prestamista de última instancia a fin de mitigar los riesgos del desajuste temporal de su balance en caso de que sus pasivos fueran exigidos. Asimismo, tampoco tienen depositantes tradicionales cuyos fondos estén cubiertos por seguros. Al estar fuera del foco de luz de los reguladores, según el argumento de McCulley, estas instituciones están en la “sombra”.

Desde 2018 el Foro de Estabilidad Financiera (FSB), organismo que ha estudiado el fenómeno de la financiación alternativa cambió la denominación para referirse a este tipo de instituciones por el de Instituciones Financieras No Bancarias (NBFI, por sus siglas en inglés), denominación mucho más acertada, y que refleja una heterogénea realidad de actores que, no siendo bancos proporcionan una parte muy sustancial de la financiación a la economía real y con ello se superaron las interpretaciones peyorativas de “estar a la sombra”.

La intermediación financiera no bancaria ha experimentado un constante crecimiento desde el 40% del volumen total del sector financiero a nivel global que representaba en 2008, hasta representar hoy cerca del 50%, según las estimaciones del Foro de Estabilidad Financiera¹. Una de las muestras que apuntan a que los bajos tipos de interés han sido un factor determinante de este crecimiento es que 2022 ha sido el primer año en década y media en el que el tamaño del sector de IFNB ha decrecido, coincidiendo con el cambio en el signo de la política monetaria a nivel global, que ha dado lugar a una senda ascendente en los tipos de interés. De esta forma, la financiación total proporcionada por el sistema financiero no bancario asciende anualmente a cerca de 218 billones de dólares a nivel mundial.

Las instituciones financieras no bancarias incluyen entre otros, a gestoras de activos, fondos abiertos, compañías de seguros, fondos de pensiones, y vehículos de finanzas estructuradas. Las NBFI juegan un papel fundamental de intermediación en los grandes mercados de capitales, por ejemplo, en los mercados de deuda pública y bonos corporativos, así como en la canalización de flujos de capital a economías emergentes. Igualmente, son un actor cada vez más importante en la financiación de empresas, especialmente del segmento de empresas de mediano tamaño, siendo un complemento fundamental de la banca en el acceso al crédito.

¹ Financial Stability Board (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.

Entre las razones que explican el auge de las NBFI, y el que hayan ocupado en parte un espacio tradicionalmente reservado a las instituciones bancarias está las posibilidades de diversificación que estas instituciones proporcionan. Las NBFI ofrecen una amplia gama de productos financieros que complementan las ofertas de los bancos tradicionales. Esto permite a empresas y consumidores acceder a una variedad de opciones de financiamiento que, en muchos casos, se adaptan mejor a sus necesidades específicas.

Por otro lado, las NBFI también contribuyen a facilitar el crecimiento empresarial. En muchos casos, proporcionan financiamiento para nuevas empresas y empresas en etapas de crecimiento. Su disposición para asumir mayores niveles de riesgo en comparación con los bancos tradicionales puede ser un catalizador para la innovación y el emprendimiento. Un tercer argumento tiene que ver con la flexibilidad y adaptabilidad. Las NBFI a menudo tienen estructuras más flexibles y procesos de toma de decisiones más ágiles que los bancos tradicionales, debido a que son especialistas de nichos de mercado y no operadores de todo tipo de productos de financiación como la banca tradicional. Ello les permite responder rápidamente a las necesidades cambiantes del mercado y ofrecer soluciones financieras personalizadas o muy adaptadas al perfil de sus clientes (customizadas).

Finalmente, al diversificar el sistema financiero y reducir la concentración de riesgos en un número limitado de instituciones, las NBFI pueden contribuir a la estabilidad sistémica. Algunos estudios empíricos recientes² muestran cómo las NBFI pueden jugar un relevante papel en la absorción de riesgos al ser proveedores de crédito en situaciones de estrés en las que los bancos repliegan su actividad y reducen el flujo de crédito especialmente hacia pequeñas y medianas empresas.

Si bien las NBFI suponen una importante contribución a la financiación de la economía real, hay que tener también en cuenta que plantean desafíos importantes que deben ser tenidos en cuenta. En primer lugar, dada la naturaleza menos regulada de muchas NBFI y plataformas de financiación alternativa, puede existir en algunos casos el riesgo de falta de transparencia en las prácticas comerciales y en la evaluación de riesgos. La regulación bancaria que se justifica por la relevancia de la estabilidad del sistema financiero para la estabilidad y la gestión de la política macroeconómica también refuerza la confianza de los inversores en sus decisiones de riesgo. La ausencia de regulación, por contra, puede llegar a afectar a las decisiones de los inversores al poder existir niveles de riesgo no

² David Elliott, Ralf R Meisenzahl and José-Luis Peydró (2023). *Nonbank lenders as global shock absorbers: evidence from US monetary policy spillovers*. Staff Working Paper No. 1.012 Bank of England.

detectados en el mejor de los casos u ocultos en el peor que aumentan la vulnerabilidad de las carteras. Por ello la gestión e investigación de riesgos de fraudes potenciales tiene que ser forzosamente mayor en las NBFi, no sujetas a regulación y supervisión, que constituyen una red de seguridad y verificación externa para la banca tradicional.

Adicionalmente, la Comisión Europea ha señalado la creciente necesidad de adaptar las políticas macroprudenciales para abordar los riesgos asociados a las Instituciones Financieras No Bancarias (NBFi). En un reciente documento de consulta³, la Comisión destaca cómo las NBFi pueden generar vulnerabilidades sistémicas debido a desajustes de liquidez no mitigados, apalancamiento excesivo y una creciente interconexión con el sistema bancario tradicional. Estas vulnerabilidades se ven agravadas por la falta de coordinación regulatoria en el ámbito de la Unión Europea, lo que incrementa el riesgo de que los problemas en un sector específico puedan propagarse al sistema financiero en general. Para mitigar estos riesgos, la Comisión Europea propone en su consulta una serie de herramientas macroprudenciales diseñadas específicamente para las NBFi, incluyendo la creación de buffers de liquidez y la implementación de límites al apalancamiento en ciertos sectores clave. Además, la Comisión enfatiza la importancia de realizar pruebas de resistencia específicas en fondos abiertos y otros actores relevantes dentro de las NBFi, con el fin de identificar riesgos de forma proactiva y evitar posibles crisis sistémicas. La aplicación de estas medidas a nivel comunitario busca garantizar una mayor resiliencia del sistema financiero, preservando al mismo tiempo las ventajas de diversificación que ofrecen las NBFi.

Por otro lado, aunque la diversificación de fuentes de financiamiento puede mejorar la resiliencia del sistema financiero en general, algunas formas de financiación alternativa, como el *crowdfunding* o el *P2P lending*, pueden ser particularmente vulnerables durante períodos de tensión económica o crisis financiera. Adicionalmente, a medida que las cifras de actividad de las NBFi crecen absoluta y relativamente, y además aumentan también su interconexión con el resto del sistema financiero, puede surgir el riesgo de que los problemas de crédito en un sector específico se propaguen a otros. La ampliación del espectro de riesgo puede llegar a convertirse en el límite en un riesgo sistémico que amenace la estabilidad financiera y macroeconómica.

Otro aspecto importante de las NBFi es el geográfico en una doble dimensión. De una parte, la creación y participación de financiadores alternativos es mucho mayor y más rápida en Estados Unidos y en el Reino Unido que en la Eurozona o en general en la Europa continental. Además, obviamente la diversidad de acto-

³ Comisión Europea (2024).

res aumenta con la proporción de la financiación alternativa respecto de la bancaria tradicional en cada área monetaria. Asimismo, la interconexión se refuerza entre grandes mercados mayoristas globales (Nueva York, Londres, etc.) y mercados más locales de captación de fondos. A ellos acuden bancos tradicionales de áreas monetarias con poco desarrollo de financiación alternativa o en los que ya sea el nivel de depósitos doméstico, el desarrollo de sus mercados de bonos o de préstamos interbancarios limita su crecimiento y gestión. Esta interconexión es sobre la que alertan y la que vigilan los diferentes observatorios e informes (Banco Internacional de Pagos, Banco Central Europeo, o FMI, entre otros) por cuanto que los efectos contagio pueden alterar la estabilidad financiera global en especial cuando los actores de este mercado tienen vitola de sistémicos.

De otra parte y desde un punto geográfico nada de ello suele ocurrir en las áreas monetarias y sistemas financieros locales en los que las NBFIs son marginales y no sistémicos y operan en segmentos específicos o nichos. Suelen ser locales en sus operaciones de activo y sus cuotas de mercado no son materiales para el regulador. Más diversidad existe en sus políticas de fondeo, pues varían desde inversores locales, bancas nacionales o multilaterales de desarrollo o bancos mayoristas de centros financieros, que imponen límites estrictos de control de riesgos a los mismos. En definitiva, este tipo de NBFIs no parecen suponer un riesgo sistémico para la estabilidad financiera, y por contra complementan la actividad de la banca tradicional tanto para empresas como consumidores.

Por todo lo anterior, urge diferenciar entre entidades de financiación alternativa de impacto macroeconómico y de impacto microeconómico. Las primeras son aquellas con una alta cuota de mercado y actividad transfronteriza que pueden comprometer la estabilidad financiera global. Las segundas tienen cuotas de mercado marginales y no entrañan riesgos sistémicos para la estabilidad financiera.

En cualquier caso, la rápida evolución de la financiación alternativa con impacto macroeconómico ha superado en bastantes casos la capacidad de los marcos regulatorios y de supervisión existentes, planteando importantes debates entre reguladores y supervisores.

Para abordar estos desafíos y salvaguardar la estabilidad financiera, es importante fortalecer los marcos regulatorios y de supervisión para las NBFIs de impacto macroeconómico sin perjudicar la creación y desarrollo de la financiación alternativa de impacto macroeconómico, poniendo tan sólo, el enfoque en aquellos actores que mayor asunción global de riesgo suponen y que, por tanto, tienen mayor potencial de afectar a la estabilidad financiera global.

En definitiva, la financiación alternativa tiene una importancia creciente en la economía al diversificar las fuentes de financiamiento, fomentar la innovación y promover la resiliencia financiera. Con objeto de aprovechar plenamente los beneficios de esta evolución y mitigar los riesgos asociados, es preciso diferenciar las entidades de impacto macroeconómico y sistémico de las que carecen de él.

Las NBFi juegan un papel fundamental de intermediación en los mercados de capitales, por ejemplo, en los mercados de deuda pública y bonos corporativos, y en la canalización de flujos de capital a economías emergentes. Igualmente, son un actor cada vez más importante en la financiación de empresas, especialmente del segmento de empresas de mediano tamaño, siendo un complemento fundamental de la banca en el acceso al crédito.



Referencias

- Francisco del Olmo, Diego Aires, Fernando Rojas y Antonio Mota (2023). *Shadow banking: una distorsión de negocio bancario*. Funcas.
- European Central Bank (2023). Emanuele Franceschi, Maciej Grodzicki, Benedikt Kagerer, Christoph Kaufmann, Francesca Lenoci, Luca Mingarelli, Cosimo Pancaro and Richard Senner (2023). *Key linkages between banks and the non-bank financial sector*. Published as part of the European Central Bank Financial Stability Review, May 2023.
- Financial Stability Board (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.
- David Elliott, Ralf R Meisenzahl and José-Luis Peydró (2023). *Nonbank lenders as global shock absorbers: evidence from US monetary policy spillovers*. Staff Working Paper No. 1.012 Bank of England.
- Antonio García Pascual, Fabio Natalucci, Thomas Piontek (2023). IMF blog. *Nonbank Financial Sector Vulnerabilities Surface as Financial Conditions Tighten*.
- CNMV (2020). *Non-bank financial intermediation in Spain*.
- Comisión Europea (2024). *Targeted Consultation Document. Assessing the Adequacy of Macroprudential Policies for Non-Bank Financial Intermediation (NBF)*.
- BIS (2022). *The role of non-bank financial institutions in cross-border spillovers*. BIS Papers No 129.
- Fondo Monetario Internacional (2022). *Global Financial Stability Report. Chapter 2: Nonbank Financial Intermediaries: Vulnerabilities amid tighter financial conditions*.
- BIS (2021). *Non-bank financial intermediaries and financial stability*. BIS Papers No 972.
- European Central Bank (2021). *Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*. Occasional Paper Series No 270. September 2021.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2011). Bryan J Noeth, Rajdeep Sengupta. *Is Shadow Banking Really Banking?*



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

Finalbion

2. Oferta de financiación no bancaria para PYMES en España

Financiación alternativa de la
empresa española



Oferta de Financiación no Bancaria para pymes en España

EUSEBIO MARTIN (Director General. Aquisgran)

Es difícil evaluar el peso de la Financiación no Bancaria en España, pues a pesar de la reconocida importancia de las pymes en la economía española, **apenas existen estadísticas** o estudios que cuantifiquen la financiación que reciben, o la segmenten por origen.

Los únicos datos disponibles, procedentes del Banco de España, y citados por la OCDE¹, sugieren que un 33% de la financiación bancaria a empresas en España, **se destina a pymes, por unos 175.000 millones de euros anuales**. Dado que, según nuestras estimaciones, (ver más adelante) la Financiación no Bancaria a pymes en España en forma de Deuda fue en 2022 de alrededor de 434 millones de euros, ésta representó un 0,2% del total de la deuda bancaria recibida por las pymes en ese año. Si incluimos las inversiones en Fondos Propios, a través de Venture Capital (VC), la cifra sube hasta 1.171 millones de euros, o un **0,7% de la financiación bancaria que recibieron las pymes en 2022**.

Para poder estimar su tamaño y evolución es importante destacar que la Financiación no Bancaria para pymes incluye una **variedad de instrumentos y provee-**

¹ https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SMES_SCOREBOARD# La OCDE se basa en el dato del Banco de España, que asume que la financiación a pymes es la de todos los préstamos de menos de un millón de euros. En la misma estadística, el Banco de España clasifica la deuda en 'corto' y 'a largo', pero no es en función de su plazo de amortización, sino en el de la revisión de tipo de interés, mayor o menor de un año.

dores muy dispares entre sí, que, simplificando, podríamos ordenar, en función de sus características, así²:

Instrumentos de Financiación no Bancaria para pymes en España

TIPO	INSTRUMENTO	INVERSIÓN TOTAL ESTIMADA 2022 (€000)	TAMAÑO MEDIO POR OPERACIÓN (€000)	NÚMERO DE PYMES FINANCIADAS (2022)
Deuda a Corto Plazo	Factoring	341.000	388	879
Deuda a Largo Plazo	Fondos de Titulización	62.895.	71	909
	Plataformas de Préstamos	28.000	172	163
Total financiación vía Deuda		434.000		1.951
Cuasi Capital	Venture Debt	45.000	1.700	26
Capital	VC 'Seed & Startup'	209.000	660	317
	VC 'Early Stages'	406.000	1.234	329
Total financiación vía Fondos Propios		737.000		672
Total Financiación no Bancaria para pymes		1.171.000		2.623

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Spain Cap y las páginas web de los financiadores. Ver Anexo 1.

A continuación, describimos estos instrumentos, en función de su origen, y por orden directo a su mayor riesgo:

² En Anexo 1 describimos las fuentes y la metodología usada para calcular la inversión total y el tamaño medio por operación o empresa. No incluimos Fondos de Deuda, ya que éstos muy raramente financian a pymes, dado el tamaño mínimo de sus préstamos.

2.1. VENTURE CAPITAL

El capital riesgo en etapas iniciales de las empresas, o Venture Capital (VC), es quizá el instrumento más conocido y de mejor imagen de toda la financiación no bancaria. Es ampliamente reconocida la importancia del VC como **impulsor de la innovación**, al financiar start-ups y nuevos modelos de negocio, que por su elevado riesgo nunca podrían acceder a la financiación bancaria³.

El VC se divide normalmente en varios segmentos, en función del tamaño invertido, y del grado de desarrollo de la pyme en la que invierte. Así, SpainCap, la patronal del sector, divide las inversiones de VC en **'Seed & Start up'**, **'Early Stages'** y **'Late Stage'** en función del grado de desarrollo de las empresas emergentes en las que invierte. En ausencia de datos precisos, hemos asumido que las empresas que reciben inversiones de VC 'Late Stage' no son pymes ya que el tamaño medio de las inversiones que reciben supera los 9 millones de euros.

El impulso del VC en España ha sido **uno de los mayores logros de las iniciativas públicas** encaminadas a la fomentar la Financiación no Bancaria. El principal instrumento para ello ha sido el fondo de fondos **Fond-ICO Global**, que ha actuado como 'inversor ancla' de fondos de Private Equity y Venture Capital: desde su lanzamiento la inversión en capital riesgo en España ha **crecido un 780%** al pasar de 291 millones de euros en 2013 a 2.276 millones en 2022. Ello ha permitido iniciar un **círculo virtuoso** en el cual las inversiones de los fondos de VC crearon un ecosistema emprendedor del cual surgieron empresas exitosas, lo que ha atraído nuevos recursos de inversores españoles y extranjeros, que están ampliando la magnitud y profundidad de ese ecosistema.

Sin embargo, el VC es una opción que solo **está al alcance de muy pocas empresas**. Éstas han de tener un alto potencial de crecimiento, y sus promotores han de estar dispuestos a acoger en su accionariado a un socio que intervendrá activamente en la gestión y a menudo ostentará la mayoría. Por ello, e independientemente de sus indudables beneficios, el VC es una opción de financiación vía fondos propios fuera del alcance de la mayoría de las pymes españolas, y que, independientemente de sus indudables efectos positivos, **apenas permite reducir la dependencia de las pymes del crédito bancario**.

³ No incluimos en este estudio algunos tipos de inversión en empresas o proyectos emergentes, que a veces tienen características de filantropía, 'coaching' y 'micromecenazgo' como los 'Angel Investors' las Plataformas de Inversión y el crowdfunding pues es difícil obtener datos precisos de su volumen. En cualquier caso, aquellas iniciativas financiadas de esta forma que tengan éxito terminan recibiendo inversión de VC.

2.2. VENTURE DEBT

Consiste en **deuda de alto riesgo para empresas en crecimiento**, que se considera cuasi capital. Tiene tipos nominales muy elevados, y suele tener posibilidad de conversión parcial o total en acciones o un retorno variable en función de la evolución de la pyme.

Esta muy **vinculado al VC**, pues se dirige a empresas financiadas por éste o de las mismas características. Permite a los fundadores no diluirse, provee liquidez antes de rondas de capital, o ante imprevistos o problemas temporales.

En España, este producto está **poco desarrollado** y hay muy pocos oferentes de este tipo de financiación. Entre los pocos actores que encontramos en este nicho están Inveready, Sabadell Venture Debt, Extension Fund, Zubi Capital y Spark (filial de BBVA).

2.3. PLATAFORMAS DE PRÉSTAMOS

La **Ley de 2015 reguló extensamente** las Plataformas de Financiación Participativa (PFPs), que, en un proceso totalmente online, permiten que inversores **particulares financien a empresas listadas por la plataforma** en base a una selección y un 'rating' hecho por ella. La esperanza implícita del legislador era que, como parecía estar sucediendo en otros países, las PFPs se convirtieran en España en una fuente significativa de Financiación no Bancaria y de desintermediación financiera.

En línea con ello, en los años posteriores se constituyeron unas 60 PFPs, divididas en tres grupos: de Préstamos, Inmobiliarias y de Inversión (en el capital de proyectos incipientes). Sin embargo, a la fecha **las PFPs no han consolidado sus expectativas**: la suma del volumen recaudado por todas las plataformas en 2022 fue de 300 millones de euros, la mayor parte de los cuales correspondían a PFPs Inmobiliarias, con 137 millones, seguida de las PFPs de Inversión, con 77 millones⁴. Es especialmente llamativa la **negativa evolución de las PFPs de Préstamos**, que ofrecían deuda a pymes: su recaudación que pasó de 2,8 millones en 2013 a 82 millones en 2019, descendió hasta 28 millones de euros en 2022. Esta cifra es probable que descienda aún más en 2024, una vez que October, líder en Europa

⁴ [informe-crowdfunding-2022-ES.pdf \(universocrowdfunding.com\)](#)

continental, ha cesado su actividad en España, y que MyTripleA, plataforma líder en España, ha reducido sustancialmente su provisión de financiación a largo plazo, pues se ha centrado en la financiación de facturas.

El **arranque fallido de las PFPs de Préstamos** en España parece deberse a diferentes razones, que ilustran los retos para el despegue de la Financiación no Bancaria para pymes. Estas incluyen la dificultad de acceder, con una originación online, a prestatarios atractivos, la necesidad de realizar importantes inversiones en tecnología y modelos automatizados de evaluación del riesgo de las pymes, la poca fiabilidad de la captación de recursos de particulares, cuyo apetito por activos con riesgo ha disminuido sustancialmente tras la subida de tipos de interés.

La PFPs de Préstamos de referencia en Europa es **Funding Circle**, en el Reino Unido, con más de **3.500 millones de euros** de inversión anual. Las **características** que explican su relativo éxito y que probablemente han de estar en las futuras soluciones de Financiación no Bancaria son:

- * Financiación mediante un modelo tipo 'fondo', con compromisos de inversión en una cesta de préstamos suscritos por **inversores institucionales**, que representan, con mucha diferencia, la mayor parte de sus recursos.
- * Uso intensivo de la tecnología, que, mediante **inteligencia artificial** y protocolos de '**Open Banking**', les permite analizar rápidamente solicitudes de préstamo, y dar una respuesta firme en 24-48 horas, manteniendo tasas de mora muy bajas.
- * **Tipos de interés de los préstamos superiores** a los de la financiación bancaria, posibles gracias a dar un **servicio ágil y totalmente online**, lo que les permite remunerar adecuadamente a sus inversores.

2.4. FONDOS DE TITULIZACIÓN

Los Fondos de Titulización (FT) han permitido históricamente atraer importantes recursos de **inversores institucionales a la financiación de las pymes**. Los FT son vehículos que emiten bonos que financian una cartera de préstamos. Al emitir bonos con diferentes grados de "seniority", los FT pueden captar inversores con diferente rentabilidad deseada y 'apetito' por el riesgo, optimizando así el coste de la financiación.

Los FT han sido muy utilizados por los Bancos para colocar carteras de préstamos entre inversores institucionales y así obtener liquidez que podrían invertir en nuevos préstamos. Pero los **FT pueden también ser una fuente de Financiación no Bancaria**, ya que, al agrupar los préstamos de pymes en una cartera, el FT crea un activo diversificado y de tamaño suficiente, que puede ser atractivo para inversores institucionales, permitiendo así el acceso indirecto de las pymes a los mercados de capitales.

Pero para que un FT pueda ser un vehículo viable de Financiación no Bancaria debe cumplir varios requisitos:

- Disponer de liquidez con la que **formar una cartera inicial** que se pueda titulizar para que el FT pueda arrancar con una emisión inicial de bonos.
- **Credibilidad para originar** un número suficiente de préstamos para que el FT alcance un tamaño mínimo que lo haga viable.
- Que el originador u originadores tengan un **'track record'** que permita evaluar su capacidad de evaluar el riesgo y seleccionar los préstamos que vaya a aportar al fondo.
- **Capacidad operativa** para gestionar de manera totalmente fiable la cartera de préstamos, incluyendo su emisión, cobro de las cuotas y las recuperaciones de morosos.
- Que el **originador u originadores asuman parte del riesgo** de los préstamos titulizados, normalmente mediante un depósito en efectivo de al menos el 5% de su saldo ('minimum retention rule').

El principal FT de préstamos no bancarios para pymes lanzado a la fecha en España es **Aquisgrán Fondo de Titulización** ('Aquisgrán FT'), que es hoy el **mayor proveedor de Financiación no Bancaria para pymes en España**. Aquisgrán FT fue promovido por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y se constituyó en junio de 2020. Desde entonces ha financiado a unas **2.000 pymes por unos 150 millones de euros** mediante préstamos con un plazo medio de 6 años.

Su existencia ha sido posible, entre otros, por tres motivos

- El **fuerte compromiso de las SGR** con un instrumento que les permite reducir su dependencia absoluta del crédito bancario como beneficiario de sus avales. Las SGR aportaron su experiencia de 40 años originando y analizando

do préstamos a pymes, su presencia en todas las comunidades autónomas, y aportando una reserva en efectivo a Aquisgrán FT para respaldar sus avales y cumplir así con el 'minimum retention rule'.

- El **apoyo público a su lanzamiento**, en base a tres ejes: CERSA, la Compañía Española de Reafianzamiento, que otorga desde 2020 mayor reaval a los préstamos emitidos por 'entidades no bancarias elegibles', como Aquisgrán; el ICO suscribe la totalidad de los bonos emitidos por Aquisgrán FT; y, finalmente, el FEI garantiza los bonos suscritos por el ICO, y ha aportado al diseño del Fondo su amplia experiencia en titulizaciones.
- El haberse dotado de una **estructura operativa muy sólida** y apoyarse en proveedores de primer nivel, como Intermoney Titulización y Copernicus Servicing.

2.5. FACTORING

El factoring, o **descuento de facturas**, es una forma muy ágil de financiar el activo circulante de las empresas. Mediante él, las empresas **obtienen liquidez muy rápidamente**, al adelantar el cobro de sus facturas, y normalmente sin asumir el riesgo de impago del deudor, que es asumido por la entidad de factoring. Su principal inconveniente, además de un coste comparativamente elevado, es que, al ser una financiación **a muy corto plazo** (menos de 90 días), no permite financiar inversiones, ni da estabilidad a la estructura financiera de la empresa.

El factoring mueve anualmente alrededor de 50.000 millones de euros. La **mayor parte es financiada por los Bancos**, y una parte muy pequeña, que estimamos en unos 340 millones de euros, va a pymes y es financiada por entidades no bancarias como Gesdeco, Novicap, Cesce, o MytripleA, a menudo apoyándose en algún tipo de seguro de crédito.

Entre estas últimas destaca **CESCE**, entidad aseguradora de crédito, participada mayoritariamente por el Estado Español y que cuenta a varios Bancos entre sus accionistas⁵. En 2013 CESCE creó un vehículo de factoring no bancario: el **Fondo de Apoyo a Empresas** (AFS Fund). Este fondo, basado en Luxemburgo, financia facturas sin recurso emitidas por pymes y aseguradas por CESCE,

⁵ https://www.cesce.es/documents/20122/8399715/CESCE_ISFS_2022.pdf/d47306b1-9455-a9c6-2f24-2d7388758add?t=1681127709973

mediante un proceso totalmente online y que dura menos de un día⁶. Entre sus inversores se encuentran la propia CESCE, el ICO, Cofides y varios Bancos y 'empresas del Ibex'.

Recientemente CESCE parece estar potenciando este instrumento que, con una cartera de **81 millones de euros** a finales de 2022⁷, aún representa menos del 1% de su riesgo vivo, al haber registrado en la CNMV el **fondo de titulización Fondo de Anticipo de Facturas**, que puede ser un vehículo más adecuado para crecer que una SICAV luxemburguesa, e **incorporado al ICO entre sus inversores**⁸.



⁶ <https://www.cesce.es/es/w/servicios/financiacion-empresas/financiacion-no-bancaria>

⁷ <https://www.pap.hacienda.gob.es/VisorXBRL/pagBuscadorCuentas.aspx?eRTd62sYn-6Sa7hRrpU6PnBBVCXS70pNHILaPBN3iF+xFQSi7xpUg8CSoJB7m7X8q>

⁸ <https://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-ico-cesce-firman-acuerdo-potenciar-fondo-apoyo-empresas-20190122134022.html>

Anexo 1. Estimación del tamaño de las fuentes de Financiación no Bancaria en España

INSTRUMENTO	ESTIMACIÓN TAMAÑO 2022	ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN MEDIA	FUENTE
Factoring & Confirming	<p>Importes emitidos en 2022 por los dos principales actores, Gedesco: € 1,289 m y MyTriple A: € 75 m, dan un total de € 1,364 m.</p> <p>Se asume duración promedio de 90 días, con saldo vivo €1,364 m / 4 = € 341 m.</p>	<p>Estimamos y comparamos cifras históricas disponibles tomando en consideración media por empresa financiada y no por transacción.</p> <p>NoviCap: € 1,400 m / 3,600 empresas financiadas = € 388 k.</p>	<p>https://forbes.es/empresas/282508/gedesco-duplico-su-beneficio-en-2022-tras-aumentar-un-62-sus-ventas-y-un-65-su-ebitda/</p> <p>https://panel.mytriplea.com/estadisticas/</p> <p>https://novicap.com/prensa/</p>
MARF (Pagarés)	<p>Según el informe oficial del MARF, el saldo vivo a fin de 2022 fue de € 3,553 m.</p>	<p>Cifras del informe anual 2022, saldo vivo € 3,553 m / 300 = € 11.8 m</p>	<p>https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listing/Informe-Anual-Renta-Fija.pdf</p>
Deuda Privada	<p>Estimación de TresMares Capital: el saldo vivo del sector es aproximadamente € 4,000.</p> <p>Asumiendo un promedio de 5 años de inversión, la inversión anual es: € 4,000 / 5 = € 800 m.</p>	<p>Cifras obtenidas del Informe del Barómetro de BDO.</p> <p>“El 59% de los fondos alternativos de deuda sitúan entre los 5 y los 10 millones de euros el volumen medio de financiación por operación”</p> <p>“El 24%, por su parte, se colocan entre los 10 y 20 millones de euros”</p> <p>Utilizamos la cifra media de € 10 m.</p>	<p>https://revistas.eleconomista.es/capital-privado/2022/enero/los-fondos-de-deuda-siguen-ganando-cuota-en-espana-DJ10190663</p> <p>https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12333385/06/23/la-financiacion-alternativa-despega-en-espana-el-76-de-los-fondos-de-deuda-elevan-su-volumen-segun-bdo.html#:~:text=El%2059%25%20de%20los%20fondos,y%2020%20millones%20de%20euros.</p>
Fondos de Titulización	<p>Aquisgrán FT es el único fondo de titulización que provee nuevos préstamos a pymes</p>	<p>Información facilitada por Aquisgrán al MARF.</p>	
MARF (Bonos)	<p>Según el informe oficial del MARF, el saldo vivo a fin de 2022 fue de € 4,608 m.</p> <p>Asumiendo un promedio de 5 años de inversión, la inversión anual es: € 4,608 / 5 = € 921 m.</p>	<p>Cifras del informe anual 2022, saldo vivo € 4,608 m / 71 emisiones = € 64.9 m</p>	<p>https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listing/Informe-Anual-Renta-Fija.pdf</p>

INSTRUMENTO	ESTIMACIÓN TAMAÑO 2022	ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN MEDIA	FUENTE
Plataformas de Préstamos	<p>Inversión anual según informe "Universo Crowdfunding 2022" = € 28.5 m.</p> <p>Se valida comparándola con la inversión declarada por los dos principales actores del mercado en 2022.</p> <p>October 2022: € 11.2 m My Triple A 2022: € 9.1 m TOTAL = € 20.3 m</p>	<p>Utilizamos las cifras publicadas por los dos principales actores:</p> <p>October (España 2022): € 11.196.200 / 41 operaciones = € 273 k</p> <p>MyTripleA (2015-2020): €87.440.773m / 1.208 operaciones = € 72.3 k.</p> <p>Promedio = € 172.7 k</p>	<p>https://es.october.eu/estadisticas/</p> <p>https://panel.mytriplea.com/estadisticas/</p> <p>https://www.universocrowdfunding.com/</p>
Deuda 'Mezzanine'	<p>Se obtiene en base a los AUM de Oquendo Capital el mayor jugador del mercado en este tipo de fondos:</p> <p>Flexible Capital: AUM € 675m (4 fondos - 42 inversiones)</p> <p>Impulsa: AUM € 60m (1 fondo - 4 inversiones)</p> <p>Asumiendo un promedio de 5 años de inversión, la inversión anual es: € 735 / 5 = € 147 m.</p>	<p>Utilizamos como referencia cifras del fondo Oquendo Flexible Capital.</p> <p>Su ticket de inversión se encuentra entre € 5m y € 40m, por lo que estimamos un promedio € 22,5m.</p>	<p>https://www.oquendocapital.com/investment-strategies</p>
'Venture Debt'	<p>Se obtienen los AUM de los principales fondos:</p> <p>Zubi Labs: € 40m Invready: € 100m Grow VP: € 50m Extension: € 35m TOTAL: € 225m.</p> <p>Asumiendo un promedio de 5 años de inversión, la inversión anual es: €225m / 5 = € 45 m.</p>	<p>Utilizamos como referencia cifras del fondo Invready.</p> <p>Su ticket de inversión se encuentra entre €500k y €3m, por lo que estimamos un promedio € 1.750 m.</p>	<p>https://elreferente.es/venture-capital/zubi-capital-lanza-primer-fondo-impacto-venture-debt/</p> <p>https://invready.com/investment-vehicles/</p> <p>https://cincodias.elpais.com/companias/2023-10-09/la-gestora-grow-venture-partners-ultima-el-lanzamiento-de-su-segundo-fondo-de-50-millones-para-startups.html</p> <p>https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11521027/12/21/Rivaya-Garcia-y-Antai-Venture-cierran-su-fondo-de-deuda-para-startups.html</p>

INSTRUMENTO	ESTIMACIÓN TAMAÑO 2022	ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN MEDIA	FUENTE
Private Equity	Se obtiene cifra del informe anual 2022 de SpainCap, excluyendo operaciones por importes superiores a €100 m.	Se calcula utilizando cifras del informe anual de SpainCap. € 2.113 m/166 operaciones en 2022= € 12.7m	Spain Cap - Survey 2023 https://spaincap.s3ways.es/report/index.html#page=29
Venture Capital	Se obtiene cifras del informe anual 2022 de SpainCap.	Se calcula utilizando cifras del informe anual de SpainCap: VC Seed & Startup: Promedio importe medio Seed (€ 418 k) y Startup (€ 901 k) = € 660 k VC Early Stages: € 406 m / 329 operaciones = € 1.234 k VC Late Stage: € 1.509 m / 165 operaciones = € 9.145 k	Spain Cap - Survey 2023 https://spaincap.s3ways.es/report/index.html#page=29



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1905
FUNDACIÓN

Finalbion 

3. Perspectiva del uso de financiación alternativa

Financiación alternativa de la
empresa española



Perspectiva del uso de financiación alternativa

3.1.

SANTIAGO SALA (CEO Grupo Apex)

En España hay un desconocimiento generalizado de las diferentes posibilidades que ofrece la financiación no bancaria, si bien es cierto que su utilización está aumentando gracias, entre otros, a los fondos de Private Equity.

En mi ámbito empresarial, y con el doble papel de inversor y directivo, veo constantemente casos de sociedades que inician su actividad empresarial y necesitan financiarse, lo que me ha llevado a intentar conocer las opciones de financiación de pasivo a largo plazo (tanto equity como deuda). Siempre he tratado de estar al día de las opciones disponibles, dado que participo en sociedades de varios tamaños y sectores, pero todas con el denominador común de búsqueda de crecimiento. Así, primero conocí el equity y luego la financiación alternativa de deuda.

Pensando en la situación global, y según mi experiencia, considero que hay varios condicionantes que explican que la financiación no bancaria sea menor en España que en otros países:

1. Pese a la crisis, el sistema financiero bancario en España es bastante potente. Esto, especialmente en empresas medianas o grandes, conlleva que la falta de financiación no sea continua, sino en momentos puntuales, con un buen grado de respuesta general, dado que el pool es fuerte y comercialmente activo.

2. La estructura empresarial española está repleta de pymes y micropymes familiares bastante conservadoras en el papel que la deuda puede jugar en procesos de crecimiento y creación de valor.
3. Son productos financieros que están en pleno desarrollo, cada vez hay más opciones y más empresas que los ofrecen.

En todos mis proyectos pretendo el crecimiento con cierta velocidad y asegurando siempre la creación de valor, por lo que la financiación no bancaria es complementaria y una buena alternativa, necesaria para que los proyectos sigan su ritmo. Un caso de uso habitual es el de empresas en las que, por su ritmo de crecimiento, no ha transcurrido el tiempo necesario para que el balance parezca suficientemente atractivo para la financiación bancaria.

Otro hito en el que la financiación no bancaria es sumamente atractiva es cuando tienen lugar cambios de accionistas, en los que hay que tener claro que el pasivo a largo plazo tiene que estar al servicio del proyecto, y no al revés. Así, un equity estático puede ser una rémora y suele implicar cierto rechazo a la deuda como apalancamiento en proyectos de crecimiento. Por tanto, en cambios de accionistas la financiación alternativa también juega un gran papel, son situaciones en las que la banca (tradicionalmente) ha elegido no estar, puesto que las cuentas de resultados pueden no lucir tan sólidas. En consecuencia, la financiación no bancaria es una posibilidad real y muy eficaz para momentos de transición.

Por otro lado, hay momentos de necesidades de financiación puente. Por ejemplo, si la empresa está empezando a desarrollar su actividad y tiene a la vista un contrato que sería fundamental para su crecimiento, pero que requiere de una inversión inicial. Aquí es interesante la financiación alternativa para llenar el hueco existente. Otro ejemplo sería el de alteraciones macroeconómicas potentes como las que hemos vivido en la pandemia o en la crisis energética y de materias primas por la guerra de Ucrania. En este contexto, han aumentado los ratios deuda/ebdita, aunque sea de forma coyuntural, lo que ha alejado a los bancos.

Todas las alternativas son buenas y cada una tiene su momento, por lo que prefiero decir que la financiación no bancaria y la bancaria son complementarias. La cultura de conservadurismo en el uso de la deuda debería irse cambiando, especialmente fuera de las grandes ciudades y grandes empresas, para lo que pueden ayudar las asociaciones, de forma que se dé visibilidad y casos concretos en los que la financiación no bancaria sería muy útil, de suerte que la competitividad aumente. Hay poca divulgación y una cultura muy conservadora, especialmente, en empresas pequeñas. En muchas ocasiones tiene sentido y es importante que

haya empresas que entren a cubrir necesidades de estas pequeñas empresas, y que no solo se centren en sociedades cotizadas.

La deuda, en todas sus versiones, tiene un valor que debe ser explicado: muchas empresas conocen la financiación alternativa y automáticamente lo asocian a un elevado precio, pero no a lo que se va a conseguir en contraprestación. A veces, los problemas se deben más a una baja rentabilidad sobre el capital que al precio de la deuda, pero cuando el crecimiento y el tamaño van muy ligados a los resultados y el tamaño es necesario para competir mejor, la rentabilidad que se puede obtener de la deuda no bancaria puede ser muy superior al precio. Además, es una alternativa al equity, que permite que los accionistas no tengan que aportar más capital. Por último, cabe señalar que, en España, la cultura es muy asimétrica en lo que se refiere a deuda corporativa, en cuanto el prestatario en pequeñas empresas tiene un nivel de cultura financiera inferior a la del prestamista.

Respecto a la opinión de la banca de las empresas que utilizan la financiación alternativa, hay tres visiones:

- Una más cortoplacista que no lo entiende y lo asocia a no dar explicaciones a la banca. Es una visión más típica del gestor territorial.
- Otros profesionales de la banca entienden que, cuando una empresa utiliza la financiación no bancaria, tiene conocimientos financieros por encima de la media, lo que sí gusta a la banca y es valorado.
- En otros casos residuales no les importa. A veces son plenamente conscientes de que ellos ya no pueden aportar más por concentración de riesgos o balance, y simplemente es una opción más para que el proyecto continúe.

En general, la utilización de financiación alternativa ya no es vista de forma negativa y se está tendiendo a la colaboración. De hecho, la banca debería ser uno de los instrumentos que espoleen la utilización de la financiación alternativa como complemento en momentos puntuales.

NOTA ACLARATORIA / DISCLAIMER

Esta contribución de Santiago Sala a esta Monografía es una transcripción de un diálogo con el del equipo coordinador, y que ha sido revisada por él. En consecuencia, esta contribución no tiene ni la redacción propia de un artículo de un

autor, sino que trata de reflejar de la manera más fiel las ideas y opiniones expresadas por Santiago Sala sobre la base de su experiencia financiera en el diálogo mantenido con Vicente Ortueta y Marta Blanco de FINALBION al respecto. El equipo de coordinación de la monografía considera de alto valor el testimonio directo de una empresa demandante de financiación alternativa. Se trata de valoraciones generales sin sesgo comercial de ninguna clase, tal y como solicitó el equipo de coordinación.



3.2.

RICARDO RODRÍGUEZ (Director General Grupo Recoletas)

Recoletas Salud es una empresa familiar, de socio único, referente en el sector de la sanidad privada en las sociedades en las que está presente, con una importante presencia en Castilla y León donde presta servicio a través de siete hospitales

Fuera de Castilla y León, la empresa aporta su modelo de gestión en otras provincias como Cuenca, Cádiz, Málaga, Orense, en donde cuenta con hospitales; en Santander, donde gestiona tres centros de diagnóstico por imagen, o en Sevilla, Murcia y Zaragoza presta servicios específicos de medicina reproductiva a través de Clínicas VIDA.

Como Director General Corporativo de Recoletas Salud, he participado junto a otros muchos profesionales que comparten el proyecto en la expansión del modelo de Recoletas Salud en el sector sanitario privado. En este trayecto, la gestión de los recursos financieros y la exploración de diversas opciones de financiación ha sido un componente necesario a tener en cuenta en la estrategia empresarial, que en nuestro caso ha sido la de compaginar una estructura de capital 100% familiar que favorece la visión a largo plazo de los proyectos, con una financiación ajena tanto bancaria como alternativa con varias instituciones financieras nacionales e internacionales.

La relación de Recoletas Salud con la financiación alternativa comenzó hace a más de una década, cuando, reconociendo la necesidad de diversificar las fuen-

tes de financiación, comenzamos a considerar la financiación alternativa como una opción complementaria en la que encontramos una amplia gama de entidades, productos y soluciones adaptadas a necesidades específicas.

Desde entonces, hemos utilizado soluciones de circulante, así como de financiación a largo plazo, habiendo encontrado a lo largo de esos años en la financiación alternativa a diversas instituciones con las que hemos establecido relaciones de confianza y largo plazo y que han contribuido a través de esa confianza en el desarrollo del proyecto. Un proyecto que tiene el compromiso también con poblaciones con una baja concentración demográfica, tradicionalmente más limitadas en su oferta, y en las que Recoletas Salud ha invertido recursos, y en la que, sus financiadores, a través de Recoletas, también han confiado.

En nuestra experiencia, este tipo de financiación, complementa de manera efectiva la financiación bancaria, de modo que, valorando las relaciones con la banca tradicional, creemos que es positivo también analizar opciones adicionales para satisfacer distintas necesidades.

Desde nuestra perspectiva, la banca ve con buenos ojos la financiación alternativa, especialmente cuando se trata de productos que complementan sus propias ofertas. Esta percepción favorable ha fortalecido nuestras relaciones con nuestras entidades financieras tradicionales, y nos ha permitido mantener un diálogo abierto y constructivo, mientras exploramos nuevas oportunidades de financiación que enriquecen nuestra estrategia global.

A lo largo de los años, Recoletas Salud también ha evolucionado, en la incorporación de criterios de sostenibilidad que complementan a los proyectos con gran impacto social tan arraigados en la empresa. En este sentido, Recoletas, conjuntamente con las instituciones también de financiación alternativa, ha incorporado criterios de Sostenibilidad en su financiación, definiéndose determinados objetivos conjuntos a medio y largo plazo. En este sentido, Recoletas Salud era ya precursor en determinados proyectos sociales a través de sus servicios sanitarios, como el Proyecto Pulso Vital, que permite dar seguimiento cardiológico para la prevención del Ictus en todas las poblaciones de la provincia de Zamora de más de 400 habitantes, o participando en numerosos estudios clínicos solo o acompañado de otras instituciones, a los cuales ha añadido otros objetivos fundamentales como la búsqueda del Net Zero a través de la reducción de emisiones.

Aunque reconocemos los desafíos que enfrentan muchas empresas para comprender las opciones disponibles en el mercado de financiación alternativa, creemos firmemente en la importancia de la educación y la divulgación. Por esta ra-

zón, abogamos por la realización de más eventos de presentación y educativos dirigidos por entidades financieras. Estos eventos proporcionan una plataforma invaluable para que las empresas comprendan mejor las ventajas y características de los diversos productos disponibles, permitiéndoles tomar decisiones financieras más informadas y estratégicas que impulsen su crecimiento y éxito a largo plazo.

En conclusión, la financiación alternativa ha sido un componente en la estrategia financiera en Recoletas Salud que nos ha proporcionado flexibilidad y diversificación siempre aconsejables en una empresa. Estamos seguros de que seguirá desempeñando un papel importante en nuestro futuro y en el de muchas otras empresas en este y otros sectores, impulsando la innovación y el crecimiento económico en nuestra sociedad.

NOTA ACLARATORIA / DISCLAIMER

Esta contribución de Ricardo Rodríguez a esta Monografía es una transcripción de un diálogo con el del equipo coordinador, y que ha sido revisada por él. En consecuencia, esta contribución no tiene ni la redacción propia de un artículo de un autor, sino que trata de reflejar de la manera más fiel las ideas y opiniones expresadas por Ricardo Rodríguez sobre la base de su experiencia financiera en el diálogo mantenido con Lorena Gallego de FINALBION al respecto. El equipo de coordinación de la monografía considera de alto valor el testimonio directo de una empresa demandante de financiación alternativa. Se trata de valoraciones generales sin sesgo comercial de ninguna clase, tal y como solicitó el equipo de coordinación.





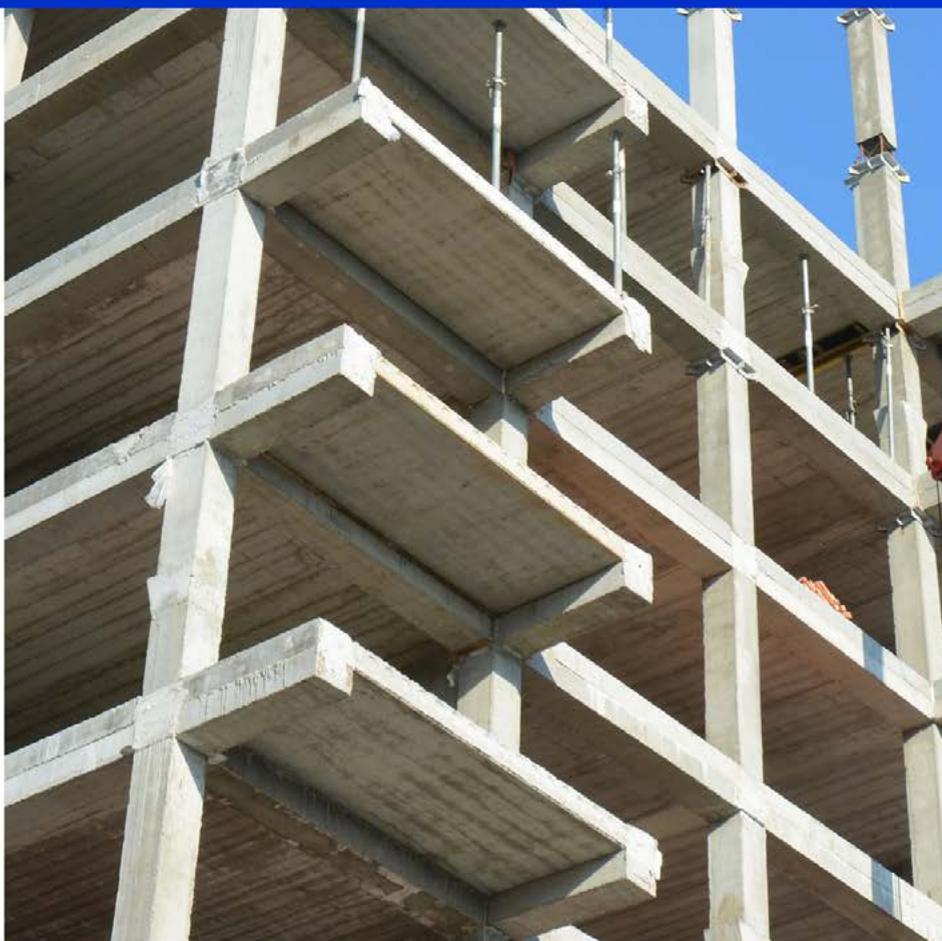
INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1966
FUNDACIÓN

Finalbion 

4. La revolución financiera en el sector inmobiliario:

Explorando la financiación alternativa a través de fondos de Direct Lending

Financiación alternativa de la
empresa española



La Revolución Financiera en el Sector Inmobiliario: Explorando la Financiación Alternativa a través de Fondos de Direct Lending

IGNACIO NOVELA (Partner Terram Capital)

INTRODUCCIÓN

Acceder a la financiación de sus proyectos ha sido un tremendo desafío para los promotores inmobiliarios tras la crisis financiera de las sub prime en los años 2007 y posteriores, especialmente para aquellos fuera del círculo financiero convencional, que resultaron ser la gran mayoría tras la debacle.

Sin embargo, en los últimos años ha empezado a desarrollarse en España una forma de financiación que lleva décadas operando en el mundo anglosajón (donde los bancos nunca han tenido el papel preponderante que tienen aquí) y está transformando el panorama inmobiliario en nuestro país a medida que los bancos van teniendo más restricciones regulatorias y de balance: los fondos de direct lending. Estos fondos ofrecen un acceso al capital más rápido y flexible para promotores y propietarios.

FUNDAMENTOS DE LOS FONDOS DE DIRECT LENDING EN REAL ESTATE

Los fondos de direct lending inmobiliario operan de manera similar a los fondos en otros sectores, pero con un enfoque específico en préstamos para este tipo de proyectos. Estos fondos levantan capital de inversores y luego lo prestan directamente a los operadores para financiar proyectos de construcción, desarrollo, adquisición o refinanciación (desde la adquisición de terrenos hasta la construcción de edificios de oficinas, comerciales, residenciales, hoteleros o logísticos).

También pueden comprar a los bancos posiciones acreedoras que o bien se encuentran en situación de impago (*non-performing loans*) o están a punto de estarlo (*sub-performing loans*). En estos casos, lo que hará el fondo después de adquirir el préstamo bancario será, en el mejor de los casos simplemente esperar a que la situación mejore para el acreditado (muchas veces aportando ayuda adicional para que pueda continuar o acabar con su proyecto) y en un caso intermedio renegociará las condiciones de la deuda con el acreditado. En este sentido, los fondos pueden ser competidores de los bancos, pero en la mayoría de ocasiones son complementarios a los mismos, por cuanto pueden solucionar situaciones que estos no tienen la capacidad de abordar.

El riesgo que se asume al entrar en este tipo de estructuras se ve mitigado por un *buffer* o colchón entre el valor real de los activos (o al menos el que el fondo considera como real) y el importe del préstamo concedido. Además, se suelen estructurar garantías adicionales a la típica hipoteca sobre el activo que es lo que históricamente han venido haciendo las entidades financieras convencionales.

VENTAJAS DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE FONDOS DE DIRECT LENDING

a. Mayor Acceso al Capital: Los fondos de direct lending ofrecen una fuente alternativa de financiación que puede ser más accesible para proyectos inmobiliarios que no cumplen con los criterios de los financiadores tradicionales. Esto es especialmente cierto para proyectos considerados más arriesgados o innovadores.

b. Flexibilidad en Términos y Estructura: Los préstamos otorgados por estos fondos suelen tener términos más flexibles en comparación con los préstamos

bancarios, lo que permite a los prestatarios adaptar los términos a sus necesidades específicas. Por ejemplo, los plazos de reembolso pueden ser más largos y los requisitos de garantía menos estrictos, lo que puede ser especialmente beneficioso para proyectos de desarrollo a largo plazo.

c. Velocidad de Ejecución: La capacidad de los fondos de direct lending para tomar decisiones de manera rápida y eficiente puede acelerar el proceso de cierre. En comparación con los financiadores tradicionales, que a menudo tienen procesos de aprobación más largos y complejos, el proceso de decisión de los fondos de direct lending es mucho más corto, lo que permite a los sponsors aprovechar oportunidades de inversión rápidamente.

d. Capacidad de adaptación cuando las circunstancias cambian. Al estar muy pegados tanto al terreno como al acreditado, los fondos son más propicios a buscar soluciones alternativas a la ejecución de garantías cuando ocurren circunstancias adversas como, por ejemplo, un cambio de ciclo económico.

e. Diversificación de Cartera para Inversores: Para los inversores, los fondos de direct lending ofrecen la oportunidad de diversificar sus carteras con activos inmobiliarios, que históricamente han demostrado ser una inversión sólida a largo plazo. Al invertir en un fondo de real estate direct lending, los inversores pueden obtener exposición a una amplia gama de proyectos y activos inmobiliarios, lo que puede ayudar a reducir el riesgo y aumentar el potencial de retorno de la inversión.

DESAFÍOS Y CONSIDERACIONES

Due Diligence y Gestión de Riesgos: La debida diligencia exhaustiva en la evaluación de proyectos y prestatarios es fundamental para mitigar riesgos y garantizar la rentabilidad de los fondos. Los gestores de fondos deben realizar un análisis cuidadoso de cada proyecto y prestatario potencial, evaluando factores como la calidad del activo, la experiencia del desarrollador, la estructura societaria, el correcto establecimiento de las garantías y la viabilidad financiera del proyecto.

Ciclos Económicos y Sensibilidad del Mercado Inmobiliario: Los fondos de direct lending en real estate están influenciados por los ciclos económicos y las condiciones del mercado inmobiliario, lo que puede afectar su desempeño y rentabilidad. Durante períodos de desaceleración económica o recesión, la demanda de financiación inmobiliaria puede disminuir, lo que puede afectar la capacidad de

los fondos para originar nuevos préstamos y generar retornos para los inversores.

STOPPERS, O POR QUÉ LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA INMOBILIARIA ESTÁ MUCHO MENOS DESARROLLADA EN ESPAÑA QUE EN EL RESTO DEL MUNDO OCCIDENTAL

Existen varias razones por las que la financiación alternativa en España sufre un gran retraso respecto al mundo anglosajón. Estas razones no son exclusivas de nuestro país (otros países como Alemania o Italia están a niveles parecidos al nuestro):

- a. **Falta de capital.** La gran mayoría del capital que se destina en España a financiación alternativa proviene de grandes fondos internacionales. El número de fondos con capital español, equipos españoles y estrategia específica para España es muy bajo y eso afecta al conocimiento específico que los equipos de los fondos tienen sobre las localizaciones, los activos, los acreditados o las situaciones. Los fondos internacionales, además, tienden a ser vehículos masivos con estrategias europeas o globales y sólo hacen operaciones a partir de un cierto tamaño (a partir de 20-25 millones de euros) de las que en España, por el tamaño de su economía, no hay muchas.

Por ello, la mayoría de las situaciones necesitadas de financiación alternativa, que están por debajo de ese rango de volumen, no pueden acceder a ella. Ello provoca que la financiación alternativa encuentre barreras para convertirse en una alternativa (valga la redundancia) general para las operaciones, y por otra parte hace más difícil que se lleven a cabo los cambios legislativos que serían necesarios para crear un ecosistema favorable.

- b. **Marco político cambiante, marco legal ineficiente e imprevisibilidad de las decisiones judiciales.** Empecemos por un punto que es más una opinión: en la mayoría de países de nuestro entorno existe un consenso en la sociedad y en la clase política de que la propiedad privada y los acuerdos entre las partes son algo sagrado siempre que no vayan en contra de la ley. En España parecemos ir con retraso en este aspecto, ya que tanto unos como otros buscan en demasiadas ocasiones argumentos para limitar estos dos aspectos.

Esto provoca:

- Que los políticos sean renuentes a legislar en pos de un marco que dé seguridad a los inversores (especialmente a los internacionales, menos acostumbrados a navegar por las aguas a veces revueltas de la idiosincrasia española).
- Que el cuerpo legal que regula la financiación, en general, sea excesivamente garantista para el acreditado y
- Que en según qué escenarios sea prácticamente imposible ejecutar las garantías (ya sean hipotecas o prendas de acciones) cuando uno de ellos incumple sus obligaciones.

Por otra parte, en demasiadas ocasiones hemos visto que un incumplimiento de contrato que en otras circunscripciones habría devenido en ejecución inmediata de las garantías, es cuestionado por un juez español como "inmaterial" lo cual alarga el proceso en el mejor de los casos, y en el peor impide de forma efectiva la ejecución de las garantías, lo que crea una enorme inseguridad en los financiadores.

Aunque se han llevado a cabo tímidos intentos de hacer más atractivo el mercado español, todavía queda mucho por hacer. Hasta que eso pase, la mayoría de los fondos optan por estructuras complejas y costosas, muchas veces fuera de nuestras fronteras, para no estar sujetos a legislación española. Esto resta competitividad al país en materia de financiación.

Todas estas circunstancias juntas hacen que España sea un país menos atractivo que otros para la asignación de recursos destinados a la financiación alternativa en un mundo en el que las decisiones se toman con perspectiva global, y donde los países compiten unos con otros por esos recursos como por todos los demás recursos materiales y financieros.

Dicho todo esto, también hay buenas noticias que dejan hueco a la esperanza. Por un lado, España goza de una seguridad jurídica aceptable dentro de lo garantistas y agotadoramente lentos que son los tribunales, lo que es vital para cualquier inversor internacional. Por otro, históricamente hemos mostrado una capacidad de adaptación al mundo financiero que está al nivel, si no por encima, de otras economías "continentales". Esta adaptación se hace más necesaria en tanto en cuanto los bancos están, y van a seguir estando, muy limitados en su capacidad de prestar dinero. Por último, la economía española ha dado muestras una y otra

vez de una capacidad de resistencia y adaptación a nuevos paradigmas fuera de toda duda, algo que es muy valorado a nivel internacional. Queda mucho por hacer, por supuesto, pero creo que vamos por el buen camino para crear uno de los mercados más potentes del continente en el mundo de la financiación alternativa.

PERSPECTIVAS FUTURAS Y CONCLUSIONES

La financiación alternativa está experimentando un crecimiento significativo a medida que más desarrolladores y propietarios buscan alternativas a los prestamistas tradicionales. Mientras este mercado continúa evolucionando, es importante que los participantes comprendan los beneficios y desafíos asociados con esta forma de financiamiento. Si se abordan adecuadamente los riesgos y se aprovechan las oportunidades, los fondos de direct lending pueden ofrecer una fuente valiosa de capital para proyectos inmobiliarios y una opción atractiva para inversores en busca de retornos sólidos a largo plazo.

CONCLUSIÓN

La financiación alternativa a través de fondos de direct lending está transformando el sector inmobiliario al ofrecer acceso más rápido y flexible al capital para desarrolladores y propietarios. Aunque presenta desafíos y riesgos, su creciente popularidad sugiere un futuro prometedor para este modelo de financiación en el mercado inmobiliario global. Con una gestión de riesgos efectiva, los fondos de direct lending pueden (y deben) desempeñar un papel importante en el apoyo al crecimiento y desarrollo del sector inmobiliario en todo el mundo. Porque no nos engañemos: Aunque relativamente nueva en España, la financiación alternativa ha venido para quedarse.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1966
FUNDACIÓN

Finalbion 

5. Financiación alternativa:

El papel transformador de las plataformas tecnológicas en el acceso al capital

Financiación alternativa de la
empresa española



Financiación alternativa: el papel transformador de las plataformas tecnológicas en el acceso al capital

SERGIO CHALBAUD (Fundador de Senior Expert)

INTRODUCCIÓN

Las plataformas tecnológicas de financiación alternativa están jugando un papel crucial en la democratización del acceso a la financiación para las empresas, especialmente para las pequeñas y medianas empresas (PYMES), los autónomos y las startups. El término “alternativa” se refiere a cualquier método de obtener capital que no involucre los canales de financiación tradicionales, como bancos, instituciones financieras establecidas o mercados de capitales.

Estas plataformas se han especializado en cuanto a la tipología de acceso a capital que proveen, cabiendo destacar las plataformas de Financiación a Largo Plazo, las plataformas de Factoring, las plataformas de financiación de Promoción Inmobiliaria, y las plataformas de Financiación de Capital.

Las plataformas de financiación alternativa ofrecen vías innovadoras y accesibles para obtener capital, diferenciándose de los métodos tradicionales por sus fuentes, procesos, y flexibilidad. Esto ha permitido a una gama más amplia de proyectos y empresas acceder a financiación en términos que mejor se ajustan a sus necesidades específicas.

Algunas de las características comunes a las plataformas tecnológicas de financiación son:

- Uso intensivo de la tecnología para agilizar los procesos de solicitud, evaluación, aprobación, y en su caso conexión con inversores dispuestos a financiar las operaciones.
- Procesos de aprobación más rápidos, apoyados en el uso intensivo de datos y de la inteligencia artificial.
- Una visión del riesgo más abierta e innovadora que se apoya en factores adicionales a los tradicionales y en la inteligencia artificial, estando a menudo dispuestas a financiar proyectos innovadores, no convencionales o de nueva creación que los bancos tradicionales habitualmente rechazan.
- Ofrecen mayor accesibilidad para pequeñas empresas, autónomos o startups que no tienen el historial crediticio, el tamaño o las garantías que exigen los bancos tradicionales.

Las plataformas tecnológicas de financiación alternativa se diferencian también por la manera en que financian las operaciones que se contratan a través de las mismas, siendo habitual la conexión con inversores individuales e institucionales y la utilización de vehículos de titulización.

La regulación de la financiación alternativa varía significativamente entre jurisdicciones, y dentro de una misma jurisdicción, en función del tipo de financiación que se ofrezca y la manera en la que se accede al capital para financiar dicha operación.

EL ASCENSO DE LAS LAS PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS

La tecnología ha sido un catalizador fundamental en el surgimiento y crecimiento de la financiación alternativa, transformando radicalmente cómo las empresas acceden al capital.

Las plataformas de financiación de deuda a largo plazo utilizan la tecnología para desarrollar procesos más eficientes, acceder a fuentes de data alternativos, desarrollar modelos de riesgo con mayor capacidad de predicción, y conectar a las empresas que buscan financiación con una amplia red de potenciales finan-

ciadores. Ofrecen así una alternativa real a las fuentes de financiación tradicionales como bancos y mercados de capitales. Estas plataformas proporcionan a las empresas acceso a préstamos a largo plazo y otras formas de deuda, utilizando tecnología para agilizar el proceso de solicitud y aprobación. Destaca en Estados Unidos OnDeck, empresa que proporciona préstamos a pequeñas empresas con vencimientos de hasta 24 meses para préstamos a plazo y hasta 18 meses para sus líneas de crédito renovables. Es conocida por su proceso de solicitud rápido y decisiones de financiación ágiles. También destaca Funding Circle que ofrece préstamos con plazos de hasta 6 años, enfocándose en facilitar el acceso a capital a largo plazo para las PYMEs operando también en Europa, junto a October, una plataforma que ha estado ofreciendo préstamos a pequeñas y medianas empresas en varios países europeos, incluyendo Francia, España, Italia y Países Bajos y que ha cesado su actividad de préstamos tras su adquisición por Sopra a inicios de 2024. En España destaca MytripleA, una plataforma de financiación que ofrece préstamos a empresas españolas con plazos de hasta 7 años, así como soluciones de factoring.

La tecnología de análisis de datos permite a las plataformas de financiación alternativa evaluar rápidamente la viabilidad y el riesgo de las aplicaciones de préstamos. Algoritmos avanzados y machine learning pueden analizar grandes volúmenes de información, incluidos datos financieros y de comportamiento, estructurados y no estructurados, para tomar decisiones informadas sobre las empresas a las que financiar. Esto reduce significativamente el tiempo de procesamiento y aumenta las posibilidades de financiación para proyectos y empresas que podrían no cumplir con los criterios de financiación tradicionales. Las plataformas de factoring hacen uso de estas tecnologías para permitir a las empresas convertir sus facturas pendientes de cobro en liquidez inmediata, a cambio de un pago anticipado de la mayoría del valor de esas facturas. Este método de financiación puede ser particularmente valioso para empresas que necesitan mejorar su flujo de caja o que no quieren, o no pueden, recurrir a préstamos bancarios tradicionales y cuentan con clientes de buena calidad crediticia. Las plataformas de factoring utilizan tecnología para agilizar el proceso de solicitud y aprobación y reducir los costes del proceso a la vez que controlar el riesgo de impago y de fraude. Destacan BlueVine y Fundbox en Estados Unidos, que ofrecen una línea de crédito y servicios de factoring de facturas, proporcionando a las pequeñas empresas financiación rápida basada en el valor de sus facturas pendientes apoyadas en un proceso de aprobación rápido y un interfaz fácil de usar. En Europa destaca Kriya (antes MarketInvoice) y en España tras la desaparición de Gedesco, el espacio es liderado por Finalbion, Novicap y Borrox que permiten a negocios en España financiar sus facturas y pagarés en menos de 48 horas, ofreciendo una solución rápida para mejorar el flujo de caja.

La automatización y los procesos digitales han reducido los costos operativos para las plataformas de financiación alternativa, permitiéndoles ofrecer sus servicios a un costo menor en comparación con las instituciones financieras tradicionales. Esta eficiencia se traduce en mejores condiciones para los solicitantes de financiación, y mayores retornos para los inversores, algo que las plataformas han sabido llevar también al sector inmobiliario, facilitando el acceso a financiación competitiva a empresas y promotores para la realización de proyectos de desarrollo inmobiliario, así como la construcción de viviendas, oficinas, locales comerciales y el desarrollo de suelo. La financiación puede venir de diversas fuentes, si bien es habitual que conecten promotores con inversores particulares e institucionales interesados en ganar exposición al mercado inmobiliario de una manera diversificada. Destacan en Estados Unidos RealtyMogul y CrowdStreet, que permiten invertir en una amplia gama de propiedades inmobiliarias, conectando a los inversores con promotores inmobiliarios, permitiéndoles participar en proyectos que anteriormente estaban limitados a inversores institucionales. En España, un país con una gran tradición de inversión inmobiliaria, Urbanitae, Civislend y Housers ofrecen a los inversores la oportunidad de participar en proyectos de desarrollo inmobiliario de envergadura, generalmente a través de préstamos con garantía hipotecaria, pero en ocasiones también co-invirtiéndolo en el capital con el promotor.

La tecnología ha llegado también al mundo del “equity” donde las plataformas de financiación de capital juegan un papel crucial en el ecosistema emprendedor, facilitando a las startups y empresas emergentes el acceso a capital necesario para crecer y expandirse. En Estados Unidos AngelList es una de las plataformas más reconocidas para el emprendimiento tecnológico, conecta startups con inversores ángel, fondos de capital de riesgo y otros inversores. Otro ejemplo es SeedInvest una plataforma que permite a individuos invertir en startups y empresas en crecimiento. En Europa destaca Crowdcube y Seedrs ambas con sede en el Reino Unido, plataformas líderes de crowdfunding de capital en Europa, permitiendo a las startups y empresas de crecimiento acceder a un amplio rango de inversores y en España destacan Dozen y Startupxplore.

EL FUTURO DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Es de esperar que el futuro de la financiación alternativa esté marcado por la innovación tecnológica, la colaboración con el sector financiero tradicional, una mayor regulación y un enfoque en la sostenibilidad. Estas tendencias no solo mejorarán el acceso al capital, sino que también ofrecerán nuevas formas de inversión y servicios financieros más adaptados a la era digital.

La innovación tecnológica impulsada por la aceleración de la inteligencia artificial y las tecnologías que se están desarrollando alrededor de la misma van a desempeñar un papel transformador en la evolución futura de las plataformas tecnológicas de financiación. Esta innovación tecnológica se va a ver reflejada en: una mejora de la Evaluación de Riesgos y el Scoring Crediticio, permitiendo el acceso al crédito a empresas que tradicionalmente no calificarían bajo los modelos de evaluación tradicionales y ajustando mejor el precio a las empresas que ya calificaban; una mayor automatización y eficiencia operativa en tareas repetitivas como la verificación de documentos, análisis de solvencia, y procesamiento de solicitudes, reduciendo el tiempo y los costos asociados a la concesión de financiación, permitiendo a las plataformas manejar un volumen mayor de solicitudes con la misma cantidad de recursos; una mayor personalización de los productos ofrecidos para adaptarse mejor a las necesidades específicas de cada empresa y su solvencia; una mayor capacidad de prevención del fraude, mediante el análisis de patrones de comportamiento y la identificación de transacciones inusuales que puedan alertar sobre actividades sospechosas; un servicio al cliente mejorado con asistentes virtuales que pueden ofrecer a los usuarios asistencia inmediata, resolver dudas y guiarlos a través del proceso de solicitud de financiación, mejorando la experiencia del cliente; un desarrollo de Nuevos Modelos de Financiación que se ajusten mejor a la economía digital, como plataformas basadas en predicciones de flujos de ingresos futuros o la adaptabilidad de los términos de financiación en tiempo real según el desempeño financiero de la empresa.

Es probable que veamos una mayor integración entre la financiación alternativa y las instituciones financieras tradicionales. Los bancos y otras entidades podrían formar alianzas estratégicas con plataformas de financiación alternativa para ofrecer una gama más amplia de productos financieros, aprovechando la tecnología y la agilidad de estas plataformas para mejorar su oferta y llegar a nuevos segmentos de mercado. Esto a la vez sería muy beneficioso para las plataformas que encontrarían en las entidades tradicionales el acceso necesario a capital estable para financiar a las empresas.

A medida que el sector de la financiación alternativa siga creciendo y los volúmenes transaccionados alcancen cuotas más altas del sistema financiero, es de esperar que surjan marcos regulatorios más rígidos orientados a proteger a los inversores y a garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Adicionalmente la creciente preocupación por cumplir los criterios de Responsabilidad Social Corporativa impulsará el desarrollo de productos de financiación alternativa orientados a proyectos y empresas sostenibles. Las plataformas que facilitan la inversión en energías renovables, proyectos de economía circular y startups con un impacto social positivo cobrarán mayor relevancia.



En resumen, el futuro de la financiación alternativa estará marcado por la innovación tecnológica, la colaboración con el sector financiero tradicional, una mayor regulación y un enfoque en la sostenibilidad.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1905
FUNDACIÓN

Finalbin



6. Inteligencia artificial e instituciones financieras no bancarias:

El caso de los financiadores tecnológicos en el acceso al capital



Financiación alternativa de la
empresa española

Inteligencia artificial e Instituciones Financieras No Bancarias: el caso de los financiadores tecnológicos

TOMÁS ALFONSO (CFA)

Las Instituciones Financieras No Bancarias con alto componente tecnológico (Fintech) están aprovechando el poder de la Inteligencia Artificial (IA) para revolucionar la industria financiera.

El tamaño del mercado global de Inteligencia Artificial para Fintech estaba valorado en 9,45 mil millones de dólares en 2021 y se espera que crezca a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 16,5% hasta el 2030. En la última Encuesta Global de McKinsey sobre IA, el 65 por ciento de los encuestados informa que sus organizaciones están utilizando IA generativa de manera regular, casi el doble del porcentaje de nuestra encuesta anterior hace solo diez meses.

La inteligencia artificial se ha convertido en la fuerza impulsora detrás de soluciones innovadoras en el sector Fintech, donde el 90% ha incorporado inteligencia artificial en sus procesos, según el Cambridge Centre for Alternative Finance. La integración de la inteligencia artificial ha traído numerosas ventajas al sector Fintech en particular, incluyendo detección acelerada de fraudes, aumento de la productividad, gestión mejorada del riesgo crediticio, automatización de procesos o mejoras en el servicio al cliente. El informe de McKinsey "The state of AI

in early 2024: Gen AI adoption spikes and starts to generate value” de 2024 (en adelante, el informe “McKinsey 2024”) revela que el 56% de las empresas utilizan inteligencia artificial en al menos una función empresarial.

“In these early days, expectations for gen AI’s impact are high: three-quarters of all respondents expect gen AI to cause significant or disruptive change in the nature of their industry’s competition in the next three years.” McKinsey survey 2023 & 2024

Este artículo profundiza en las formas específicas en que se utiliza la inteligencia artificial en el segmento Fintech, con foco en la vertical de financiación corporativa de capital circulante.

DETECCIÓN DE FRAUDE

Los comportamientos financieros engañosos, como facturas o pagarés falsos, estados financieros no auditados falsos o inexactos o transferencias electrónicas fraudulentas o ilegales, plantean importantes riesgos de negocio para los financiadores Fintech, en particular en el mundo de la financiación de circulante. Es conocido el caso de Publiolimpia, empresa fraudulenta que provocó la disolución de uno de los fondos de titulización de derechos de cobro españoles más notables.

La IA permite a los analistas de riesgos y a los miembros del equipo de operaciones concentrarse en problemas de nivel superior mientras la IA opera en segundo plano, detectando anomalías de nivel inferior. La IA eficiente es capaz de identificar anomalías o patrones inusuales que se desvían de los hábitos típicos de un usuario, por ejemplo, vinculándose directamente al software de Enterprise Resource Planner (ERP) de un cliente para validar transacciones financieras y saldos de efectivo, conciliándolos con los flujos reportados en el estado de flujo de caja. También es útil para detectar transferencias fraudulentas fuera de la norma, a países restringidos o con direcciones falsas.

CALIFICACIÓN CREDITICIA Y PREDICCIÓN DE PRÉSTAMOS

Los algoritmos de inteligencia artificial pueden ayudar a predecir la probabilidad de que un prestatario existente incumpla con un préstamo analizando el

desempeño crediticio pasado, el comportamiento de pago y otra información financiera. Esto permite a los prestamistas tomar decisiones informadas sobre la aprobación de préstamos.

A pesar de la calidad imperfecta de los datos, la IA puede estimar la probabilidad de impago ("PD"), la pérdida en caso de impago (LGD) y el periodo estimado de recobro en caso de impago, así como su evolución esperada en el tiempo.

Mediante procesos reiterativos sobre muestras suficientemente amplias, internas y externas, los procesos de "Machine Learning" pueden filtrar las ratios financieras que tiene mayor valor predictivo sobre un posible impago.

Además, la IA puede ayudar a identificar nuevos clientes o sectores con menores probabilidades de incumplir sus préstamos. Al analizar variables y ratios financieros e incluir procesos de aprendizaje automático en el proceso de análisis existente, información y tendencias del sector, calificación crediticia y rendimiento de pagos, datos demográficos, los algoritmos de IA pueden ayudar a identificar posibles morosos antes de aprobar un préstamo.

ANÁLISIS DE DATOS DE MERCADO Y DATOS ALTERNATIVOS

El análisis crediticio basado en inteligencia artificial permite a los prestamistas identificar rápidamente tendencias y cambios sectoriales que de otro modo pasarían desapercibidos. Esto, a su vez, les permite capitalizar nuevas oportunidades en sus respectivos mercados.

Según el informe O'Reilly "Generative AI in the Enterprise 2023", aproximadamente el 70% de las empresas encuestadas utilizan la IA para abordar los desafíos de calidad de los datos y mejorar los análisis. En el mundo financiero, las decisiones a menudo se toman en circunstancias de alto riesgo. La IA, con su capacidad para procesar grandes conjuntos de datos y simular escenarios, proporciona a los responsables de la toma de decisiones conocimientos integrales. Ya sea aprobando préstamos, diseñando estrategias de inversión u optimizando actividades comerciales, los procesos de toma de decisiones impulsados por la IA se caracterizan por su precisión y velocidad. Estas tecnologías permiten a los profesionales financieros tomar decisiones informadas, maximizando la rentabilidad y minimizando los riesgos. En particular, la IA puede realizar análisis en profundidad de los datos de los clientes y predecir las preferencias de los consumidores, el desarrollo de productos y los métodos de distribución.

Hay todo un universo de datos alternativos con el que alimentar procesos de “Machine Learning” de manera que las máquinas aprendan por sí mismas a gestionar riesgos. Si incluimos, por ejemplo, datos geoespaciales para rastrear el tráfico peatonal en las tiendas físicas minoristas de unos grandes supermercados, datos provenientes de satélites para predecir restricciones de las cadenas de suministro de una empresa de ropa o procesamiento del lenguaje natural para transcripciones de noticias para analizar y gestionar riesgos inmediatamente después de eventos extraordinarios como, por ejemplo, desastres naturales podremos obtener ventajas competitivas a la hora de gestionar este tipo de riesgos.

AUTOMATIZACIÓN ROBÓTICA DE PROCESOS (RPA)

Según el informe de McKinsey, el 44% de las empresas encuestadas adoptan la tecnología de inteligencia artificial han sido capaces de reducir los costos empresariales.

La automatización robótica de procesos (RPA) permite a las Fintech optimizar los procesos internos y aliviar tareas repetitivas pero propensas a errores, como la facturación y la conciliación, la entrada y el análisis de datos de cuentas, responder preguntas comunes mediante chatbots, la incorporación de clientes automática, la recopilación automática de información de diferentes registros externos, el análisis de riesgo crediticio, la gestión de llamadas entrantes o la conciliación bancaria o categorizar clientes y monitorear transacciones y regulaciones, liberando a los empleados para que se concentren en tareas más creativas y complejas.

La RPA proporciona una solución rentable para gestionar los procedimientos administrativos y lograr la eficiencia operativa. Al automatizar tareas repetitivas, la RPA garantiza un procesamiento preciso y oportuno, lo que permite reducir el riesgo de errores humanos, automatizar las necesidades rutinarias de los clientes y ofrecer soporte las 24 horas del día, los 7 días de la semana sin contar con apoyo humano

Una aplicación obvia en el entorno de la financiación de circulante es la Optical Character Recognition (“OCR”), tecnología que permite convertir archivos en formato imagen de texto (pdf), texto o imágenes en información comprensible por un ordenador (identificando campos como número de factura, importe, plazo, etc). Combinando esta tecnología con Natural Language Processing (“NLP”) para traducir la información leída de la factura a algo comprensible por un humano y con la tendencia hacia la factura electrónica estándar en Europa, obtenemos una

herramienta fundamental para alcanzar escalabilidad y eficiencia en operativas de factoring y financiación de proveedores.

ESFUERZO COMERCIAL

La IA investiga todos los aspectos de los datos, recopila documentos, crea informes y hace predicciones para proporcionar una herramienta poderosa para desarrollar estrategias comerciales viables para los equipos comerciales. Los algoritmos de aprendizaje automático pueden identificar patrones y tendencias que los humanos podrían pasar por alto, lo que permite una segmentación y originación de transacciones más eficiente.

Desde la segmentación eficiente del mercado y la integración dentro de CRM para priorizar la progresión del cliente en función de los índices financieros y la probabilidad esperada de cierre hasta el diseño de productos basado en el comportamiento pasado y el análisis predictivo, la IA puede ser una herramienta revolucionaria para los equipos comerciales.

Descubrir nichos de mercado rentables o tendencias sectoriales que las Fintech podrían estar perdiendo debido a un enfoque excesivo en préstamos «seguros» y rentables también es una aplicación de la IA. Los proveedores tradicionales más grandes a menudo prefieren otorgar préstamos a empresas establecidas con un historial crediticio sólido. Si bien esta estrategia ha sido rentable hasta ahora y puede parecer efectiva, está dejando otras áreas de la industria desatendidas. Los prestamistas alternativos pueden utilizar la tecnología para acceder a servicios en estas áreas del mercado proporcionando productos adaptados a las necesidades.

ATENCIÓN AL CLIENTE

Informes recientes indican que el 62% de los consumidores utilizan la IA para mejorar su experiencia de usuario. La IA ya está logrando avances considerables en la atención al cliente para bancos y empresas de tecnología financiera, y los clientes se están acostumbrando cada vez más a recibir respuestas rápidas en cualquier momento del día.

La capacidad de aprendizaje inherente de los sistemas de IA significa que solo mejorarán en la lectura de los datos de los clientes y en la prestación de experien-

cias personalizadas. Los modelos de IA pueden incluso evaluar los rasgos de la voz y el habla para producir información útil y predecir el estado de ánimo de un cliente, indicando a los agentes que ofrezcan soluciones en consecuencia.

Los chatbots impulsados por inteligencia artificial pueden brindar respuestas instantáneas a preguntas y los algoritmos de aprendizaje automático pueden brindar soluciones inmediatas personalizadas. Los centros de llamadas pueden beneficiarse enormemente de los chatbots, asistentes virtuales y otras interfaces con tecnología de inteligencia artificial que pueden reducir la carga de trabajo al abordar consultas y problemas comunes de los usuarios.

El análisis de sentimiento avanzado también se puede utilizar para evaluar la experiencia del cliente e identificar fallos, de los que los chatbots pueden a su vez aprender en un proceso retroalimentado.

INFORMES FINANCIEROS

Las Fintech manejan cantidades cada vez mayores de datos internos que deben analizarse y convertirse en informes completos. La tecnología de inteligencia artificial permite un análisis de datos más rápido y preciso, lo que les permite producir informes de manera rápida y eficiente. Al utilizar algoritmos de IA, las empresas pueden descubrir tendencias, patrones y conocimientos que pueden haber pasado desapercibidos. Esto facilita una mejor toma de decisiones, una mejor gestión de riesgos y una mayor eficiencia operativa.

Un ejemplo de IA en los informes financieros implica el uso de algoritmos de procesamiento del lenguaje natural (NLP) para automatizar la extracción de información relevante de los documentos financieros. En lugar de examinar manualmente documentos como informes anuales o presentaciones regulatorias, los sistemas impulsados por IA pueden analizar el texto, identificar puntos de datos clave y generar informes concisos y relevantes.

Desafíos

El uso de la inteligencia artificial (IA) ofrece beneficios significativos en varias áreas de Fintech, sin embargo, existen situaciones en las que puede no ser la solución más adecuada. Por ejemplo, los sistemas de IA requieren cantidades consi-

derables de datos de alta calidad para generar predicciones precisas. Si hay una disponibilidad limitada o insuficiente de datos, la eficacia de los algoritmos de IA puede verse comprometida. Además, la implementación de soluciones de IA conlleva costos significativos, como la infraestructura necesaria, la recolección de datos y el desarrollo de algoritmos. Estos costos pueden resultar prohibitivos para algunas Fintech o empresas con recursos financieros limitados.

Desarrollar e implementar aplicaciones de IA requiere un profundo conocimiento y experiencia en el dominio específico. Si el equipo carece de este entendimiento, la implementación y el mantenimiento de soluciones basadas en IA pueden representar desafíos significativos. En estos casos, colaborar con expertos en la materia o invertir en capacitación y actualización de habilidades puede ayudar a cerrar la brecha de conocimientos.

Para tareas que son relativamente simples, repetitivas y no requieren un análisis o toma de decisiones complejas, la IA puede no ser necesaria. En su lugar, sistemas basados en reglas tradicionales o herramientas de automatización pueden proporcionar soluciones eficientes sin la necesidad de algoritmos de IA.

Finalmente, el desarrollo e integración de sistemas de IA puede no ser justificable para proyectos a corto plazo o iniciativas con una vida útil limitada. En estos casos, es más práctico enfocarse en soluciones más simples y rápidas que satisfagan los requisitos específicos del proyecto sin necesidad de recurrir a la inteligencia artificial.

EFFECTOS SOBRE EL EMPLEO

Existe una creciente preocupación sobre los efectos negativos de la IA sobre el empleo, a pesar de que en el informe de McKinsey, casi cuatro de cada diez encuestados esperan que más del 20 por ciento de la fuerza laboral de sus empresas sea entrenada en nuevas capacidades relacionadas con la IA, en vez de despedida, mientras que solo el 8 por ciento de los encuestados dice que el tamaño de sus fuerzas laborales disminuirá en más del 20 por ciento. Las expectativas para los próximos tres años sugieren un cambio, con una combinación de creación de empleo en ciertas áreas como el desarrollo de productos y reducciones potenciales en otras como recursos humanos y manufactura.

En el Reino Unido, los bancos esperan que la IA reemplace casi el 9% de todos los empleos en sus organizaciones para 2030, mientras que las Fintech anticipan

que la IA ampliará su fuerza laboral en un 19%. Dentro de la muestra encuestada en el estudio "Artificial Intelligence: Bank of England and FCA", se espera una reducción neta estimada de aproximadamente 336.000 puestos de trabajo en los bancos y un aumento de 37.700 puestos de trabajo en las Fintech.

Como ejemplo llamativo a este respecto, Klarna, uno de los grandes financiadores al consumo no bancario de Europa, ha reemplazado a 700 trabajadores a tiempo completo por un bot de servicio de atención al cliente y que ha gestionado satisfactoriamente 2/3 de las consultas de clientes en el primer mes. El bot es más preciso que los humanos, lo que genera un 25 % menos de consultas repetidas y resuelve la mayoría de las consultas en 2 minutos de media en lugar de 11 minutos, está disponible en 23 mercados, 24 horas al día, 7 días a la semana, en 35 idiomas. Klarna proyecta ahorrar 40 millones de dólares al año...

El enfoque debe pivotar sobre aumentar la productividad por usuario de IA, capacitando a los empleados para que se adapten a los cambios impulsados por la IA, destacando un enfoque proactivo para la transformación de la fuerza laboral en la era de la IA. El problema con este enfoque es que el desarrollo de la IA es tan rápido que apenas deja tiempo a los humanos para adaptarse a las nuevas herramientas.

Combinar la productividad por usuario de AI con el foco en las Capacidades Humanas Duraderas" (en inglés, "Durable Human Skills", principalmente las relacionadas con el liderazgo, la comunicación, la colaboración y la inteligencia emocional") parece la mejor combinación para afrontar los retos venideros.

CALIDAD DEL DATO, RIESGO DE MODELO Y GOBERNANZA

En 2022, el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) colaboraron en un informe completo que examina el uso de la IA en los servicios financieros, con especial atención la calidad del dato, el riesgo del modelo y la gobernanza.

Con el crecimiento rápido de la IA, impulsado por el acceso a enormes volúmenes de datos, es esencial comprender y garantizar la calidad de los datos utilizados para entrenar los modelos de IA. Esto incluye aspectos como la procedencia de los datos, su integridad y su representatividad. Según el informe de McKinsey de 2023, solo el 21 por ciento de las empresas encuestadas que informaron sobre la adopción de IA dicen que sus organizaciones han establecido políticas que

regulen el uso de tecnologías de IA generativa por parte de los empleados en su trabajo.

Además, la creciente importancia de los datos en el ciclo de vida de la IA resalta la necesidad de estructuras de gobernanza sólidas para garantizar una implementación efectiva y para abordar los riesgos asociados. El riesgo del modelo también es una consideración clave. A medida que la IA se vuelve más compleja y se utilizan modelos más sofisticados, surgen nuevos desafíos en la comprensión y la comunicación de los resultados del modelo. Esto incluye la gestión de la complejidad de los «inputs» y las relaciones no lineales entre las variables del modelo.

Por otro lado, pero muy relacionado con los puntos anteriores, la gobernanza es fundamental para garantizar la rendición de cuentas y la responsabilidad por los resultados de los sistemas de IA. Esto implica establecer estándares claros y asignar responsabilidades a los altos directivos y las áreas de negocio, así como fomentar la transparencia y la comunicación en toda la organización.

CONCLUSIÓN

La inteligencia artificial está revolucionando las Instituciones Financieras No Bancarias, especialmente en el sector Fintech. Aunque ofrece beneficios significativos como detección de fraudes y automatización de procesos, existen desafíos como la calidad de los datos y el impacto en el empleo. Para maximizar sus ventajas, es crucial abordar estos desafíos mediante inversiones en infraestructura, capacitación y estándares de gobernanza claros. Solo así podremos garantizar que la inteligencia artificial beneficie a la industria financiera de manera ética y responsable.



Fuentes:

- “AI And Its Potential Influence on Alternative Financing” | World Finance Informs.
- “AI in Fintech: Meet the Top 10 Startups Powered by AI” | July 6, 2023 | TechMagic.
- “Artificial Intelligence In Fintech Market Size, Share & Trends Analysis Report By Component (Solutions, Services), Deployment (Cloud, On-premise), By Application (Fraud Detection, Virtual Assistants), And Segment Forecasts, 2022 - 2030” | 2022 |Grand view Research.
- “Artificial Intelligence: Bank of England and FCA” | February 2022 | Public-Private Forum, Bank of England, FCA.
- “Generative AI in the Enterprise” |2023| Mike Loukides.
- “Global AI Survey: AI proves its worth, but few scale impact!” | 2019 | McKinsey & Co, November 22.
- “How Alternative Lenders Outperform Banks Using AI-Powered Lending” | July 13, 2021 |Ginimachine.
- “The Rise of Alternative Data & Machine Learning in Finance” | 2021 | Peter Foy.
- <https://www.businesstoday.in/technology/news/story/popular-language-learning-app-duolingo-lays-off-10-of-contract-translators-as-firm-embraces-ai-412548-2024-01-10>
- <https://www.klarna.com/international/press/klarna-ai-assistant-handles-two-thirds-of-customer-service-chats-in-its-first-month/>
- “The state of AI in 2023: Generative AI’s breakout year “| 2023| McKinsey Global Survey.
- “The state of AI in early 2024: Gen AI adoption spikes and starts to generate value” | 2024 | McKinsey”.
- Generative AI in the Enterprise” |2023| Mike Loukides.
- “What Machines Can’t Master> Human Skills to Thrive in the Age of AI” 2024 Citi.



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS

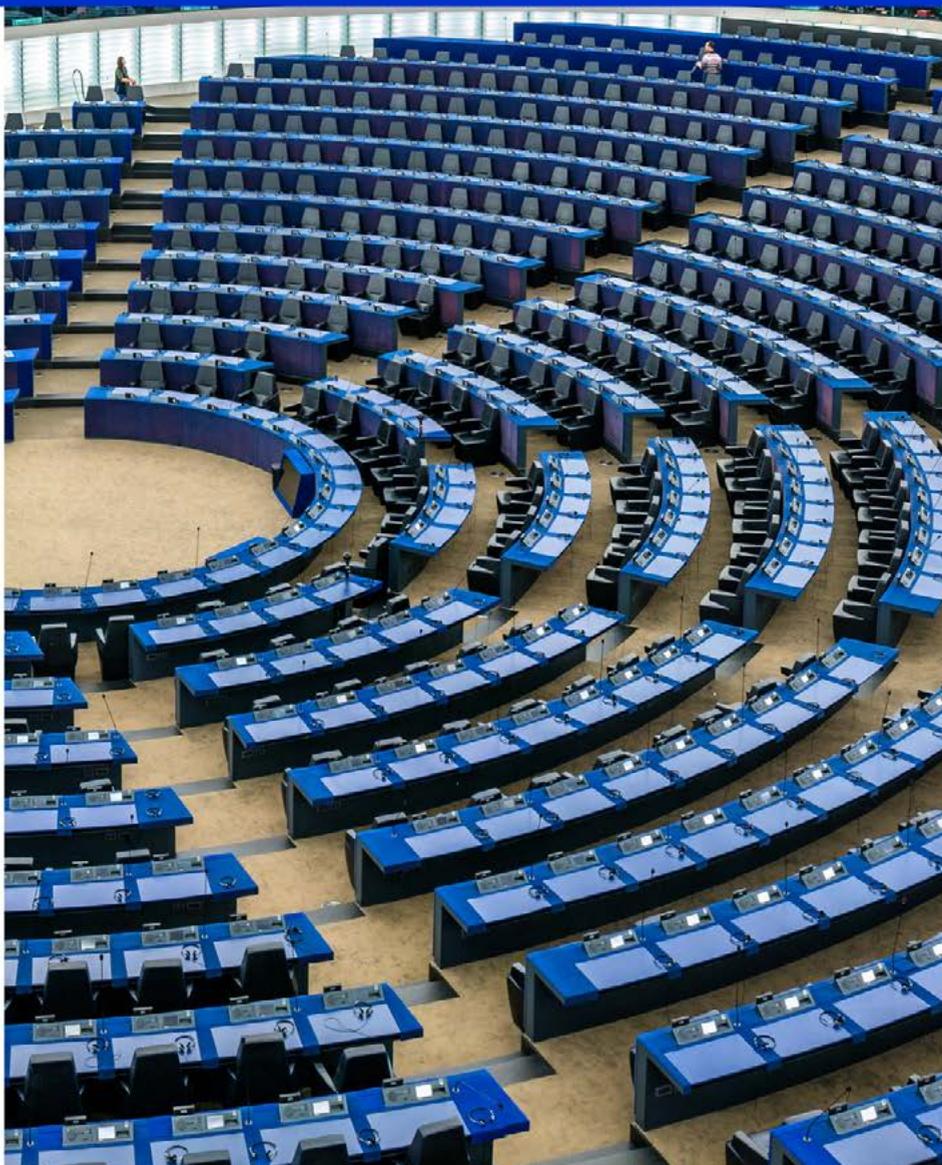
DESDE 1965

FUNDACIÓN

Finalbion

7. La regulación de la financiación alternativa en España

Financiación alternativa de la
empresa española



La regulación de la financiación alternativa en España

IGNACIO RAMOS

(Profesor Asociado. Universidad Pontificia Comillas. CEO. Insight4Markets)

1. INTRODUCCIÓN: LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN EL CONTEXTO EVOLUTIVO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros –lugares donde se lleva a cabo, a cambio de un precio, la asignación de capital desde las unidades excedentarias del mismo a aquellas que lo necesitan; o de riesgo, desde las unidades que no desean asumir riesgo a aquellas que están dispuestas a tomarlo– juegan un papel central en la eficiencia y estabilidad (financiera y social) tanto a nivel nacional como supranacional.

Dicha asignación se articula a través de los diferentes segmentos que integran los mercados financieros: dos intermediados –el mercado de crédito y el mercado asegurador–, donde la asignación de capital y riesgo se lleva a cabo con la presencia e intervención de un intermediario, y uno desintermediado –el mercado de valores–, donde el intermediario es sustituido en tal función de asignación por el empleo de instrumentos estructuralmente homogéneos y fungibles: los instrumentos financieros.

Cuestión nuclear de la regulación de los segmentos intermediados lo constituye la regulación del elemento central del mismo, esto es, el intermediario, quien se erige en nexo necesario para cerrar el ciclo de conexión entre las unidades que dentro del sistema necesitan capital o desprenderse de riesgo y aquellas que están en posición y dispuestas a tomar la posición contraria.

Así ocurre, en el mercado asegurador, con la entidad aseguradora –en cuanto tomadora del riesgo y proveedora de la cobertura del mismo–; y en el mercado de crédito, con la entidad de crédito –en cuanto captadora de fondos reembolsables del público y asignadora por cuenta propia de los mismos a la concesión de crédito–.

Y es precisamente en este contexto de intermediación donde, dadas las limitaciones estructurales propias del mismo –donde no todas las unidades, sean físicas o jurídicas, pueden tener acceso, generándose un *gap* entre oferta y demanda de capital y de riesgo– surge la necesidad evolutiva de la creación de mecanismos alternativos de intermediación que, agrupados bajo la expresión “financiación alternativa”, constituyen el tercer segmento intermediado integrante de los mercados financieros.

2. CONCEPTO DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA A LOS EFECTOS DE LA REGULACIÓN

La expresión “financiación alternativa” –que sustituye a la anteriormente empleada de “banca en la sombra” o *shadow banking*– describe funcionalmente el ecosistema que, integrado por sujetos –los intermediarios–, objetos –las actividades financieras que éstos desempeñan– e infraestructuras, cuenta con las siguientes dos características identitarias.

La primera, tratarse de un ecosistema donde se canaliza capital y riesgo. Dicha canalización frecuentemente se realiza desde los segmentos tradicionales –mercado de crédito y mercado de capitales–, constituyéndose en vaso comunicante y eslabón adicional a las cadenas de intermediación de capital y de riesgo tradicionales disponibles en los mercados financieros.

La segunda, realizarse dicha canalización a través de intermediarios que no tienen la consideración de entidades de crédito.

El ecosistema de la financiación alternativa en España se encuentra integrado por un elenco heterogéneo de instituciones que, compartiendo la función de intermediación referida anteriormente, cuentan con distinta naturaleza jurídica.

Las instituciones reguladas que forman parte de dicho ecosistema comprenden –siguiendo el esquema normalizado de monitorización de la intermediación financiera no bancaria existente a nivel internacional, articulado en torno a activi-

dades económicas ligadas a la estabilidad financiera, como pueden ser la transformación de liquidez, el endeudamiento o la transferencia de riesgo de crédito—:

- Aquellas entidades que llevan a cabo la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos, categoría dentro de la cual se encuentran los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las SICAV.
- Aquellas entidades que conceden préstamos dependientes de financiación a corto plazo, dentro de la cual encontramos a los establecimientos financieros de crédito.
- Las entidades que llevan a cabo la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada, en la que se incluyen las sociedades de valores.
- Las entidades que realizan una actividad de facilitación a la creación de crédito, donde encontramos las sociedades de garantía recíproca.
- Los vehículos que llevan a cabo la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras, donde se incluyen los vehículos de propósito especial (SPV) cuyo objeto es la titulización de activos.

A dichas instituciones reguladas habría que sumar, como parte del ecosistema de financiación alternativa, aquellas instituciones no reguladas que, fruto de la propia evolución de los mercados financieros y de la tecnología, facilitan mediante estructuras —en ocasiones disruptivas— el contacto entre la unidad que, dentro del sistema económico necesita financiación y la que dispone de él, y entre las que encontramos tanto estructuras centralizadas— las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)— como descentralizadas —que engloban el creciente universo de las finanzas descentralizadas, incluyendo los criptoactivos—.

3. SITUACIÓN REGULATORIA ACTUAL DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

La financiación alternativa se ha convertido en un elemento clave del sector financiero, desempeñando un creciente rol en la financiación de la economía real

al proporcionar crédito y servicios financieros a unidades que no siempre tienen acceso a los canales tradicionales e incrementando, por tanto, la eficiencia del sistema financiero.

No obstante, y al igual que en el resto de segmentos que integran los mercados financieros, pueden aflorar en el mismo una serie de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Dichas vulnerabilidades –que en algunos casos están asociadas a las características intrínsecas propias del segmento de financiación alternativa– se concretan específicamente en cinco riesgos: el riesgo de liquidez de los activos, el riesgo de apalancamiento, el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos o de liquidez y la interconectividad con el sistema bancario –en ocasiones elevada, incluyendo a nivel transnacional–, siendo los dos primeros los más relevantes. Y ello, porque en la financiación alternativa la posibilidad de que una entidad no sea capaz de generar suficiente efectivo mediante la liquidación de activos, como bonos o acciones, o usar líneas de crédito para satisfacer las peticiones de reembolso de los inversores –el riesgo de liquidez– es más elevada; así como el riesgo de un elevado apalancamiento, por ejemplo para la adquisición de valores a préstamo o la toma de riesgos en empresas privadas (a través de inversiones de capital o préstamos).

El potencial eventual impacto sistémico que la materialización de dichos riesgos puede tener en la estabilidad financiera –sobre todo en contextos de endurecimiento de las condiciones financieras– ha atraído el interés durante las dos últimas décadas de las instituciones de monitorización, regulación y supervisión existentes en los mercados financieros, incluyendo el G20 –en particular, desde la Cumbre de Seul de 2010–, el Financial Stability Board (FSB), las máximas organizaciones internacionales desde los segmentos tradicionales –Comité de Basilea del Banco Internacional de Pagos (BIS) en el mercado de crédito, e International Organization of Securities Commissions (IOSCO)– en el mercado de valores, y la Unión Europea.

Dicha atención se encuentra estructurada en torno a tres ejes: la monitorización de riesgos –que se encuentra concretada en el seguimiento, de forma coordinada, de las anteriores vulnerabilidades–, la regulación –donde el suministro de información por parte de los intermediarios y la solvencia de los mismos se erigen en cuestiones centrales–, y la supervisión –con el objetivo último de que sea integrada y consolidada–.

4. EL ESQUEMA DE REGULACIÓN DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN ESPAÑA

Distintos son los modelos existentes de regulación del segmento de la financiación alternativa a nivel internacional, desde esquemas regulatorios comprensivos –donde existe una ley que regula específicamente el segmento, como es el caso, dentro de la Unión Europea, de Austria, y fuera de ella, de Reino Unido–, a modelos en los que el interés se focaliza en la regulación de los intermediarios.

Precisamente es éste segundo modelo el seguido en España, con un esquema que, buscando preservar la estabilidad financiera y mitigar el riesgo sistémico (y, en cierta medida, evitar arbitrajes regulatorios), centra su interés, desde el punto de vista de los sujetos, en la regulación de los intermediarios –cada uno, atendiendo a sus propias particularidades y a su propio marco jurídico diferenciado–; y desde el contenido, en las concretas funciones de intermediación que desempeñan. En cuanto a la forma, la misma se centra en las perspectivas tanto conductuales como prudenciales del ejercicio de la correspondiente función económica –coordinándose, allí donde exista, con la correspondiente normativa a nivel europeo–, así como de solvencia, estando encomendada su supervisión, en función del intermediario de que se trate, a Banco de España o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. CONCLUSIÓN

Como hemos visto, la financiación alternativa constituye un fenómeno ya regulado en España tanto desde el punto de vista de los sujetos que integran el ecosistema de la financiación alternativa –esto es, los intermediarios, con las particularidades propias de cada uno– como de los instrumentos que se emplean en el mismo para canalizar ahorro y riesgo. No resultaría necesario, por tanto, en España la creación de un cuerpo regulatorio específico comprensivo del mismo (esto es, una ley que regulase de forma integral los sujetos, instrumentos y estructuras que componen la financiación alternativa)

Ello no obstante, si resultaría conveniente la actualización del marco normativo existente aplicable a sujetos e instrumentos que componen este segmento con la finalidad tanto de actualizarlo con los desarrollos normativos verticales que se están produciendo a nivel europeo (en particular, en cuanto a sujetos) como de coordinarlo con los desarrollos normativos transversales que se están produciendo

do en los mercados financieros (incluyendo, entre otros, en materia de sostenibilidad).

Adicionalmente, será necesaria, cuando exista riesgo para la estabilidad financiera, la regulación específica de las nuevas estructuras de intermediación que surjan o puedan surgir, en particular de aquellas basadas en el uso exclusivo o intensivo de recursos tecnológicos, dadas las propias particularidades y riesgos que presentan su estructura y operativa.

A ello habría de añadirse la valoración de la inclusión en las estructuras de supervisión existentes de los nuevos intermediarios financieros no bancarios, así como el incremento de la coordinación de la supervisión (incluyendo transfronteriza).

En cualquier caso, cualquier regulación debe de realizarse teniendo en cuenta las particularidades del ecosistema de financiación alternativo español que es proporcionalmente menor en relación con la totalidad del mercado financiero que el de la media de la Unión Europea, y evitando, por tanto, extrapolar regulaciones que pueden no obedecer a la propia idiosincrasia de la estructura del ecosistema de financiación alternativa español; en coordinación con las iniciativas que tengan lugar a nivel de la Unión Europea; y dentro de las líneas de coordinación marcadas por los organismos internacionales en la materia (en particular, el FSB, IOSCO y el BIS).





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

Finalbion 

8. ¿Qué ha de hacer la financiación no bancaria para crecer?

Financiación alternativa de la
empresa española



¿Qué ha de hacer la Financiación no Bancaria para crecer?

EUSEBIO MARTIN (Director General. Aquisgran)

A pesar de las muchas voces que abogan a favor del desarrollo de la financiación no bancaria en España, ésta no termina de desarrollar su potencial. La principal razón para ello son las 'ventajas competitivas' con que cuentan los Bancos frente a los 'No Bancos'. Estas han actuado como **barreras de entrada** al negocio de financiación de empresas y son la principal causa de que, al contrario de lo que se pensaba hacia 2010, la Financiación no Bancaria no haya despegado en España.

4.1. ACCESO AL PASIVO

Los Bancos se benefician de un entramado institucional que les da **acceso directo a recursos a un coste reducido**, como los depósitos de particulares o las líneas de descuento del Banco Central Europeo. Adicionalmente, los Bancos, al contar con una amplia oferta de productos y servicios, pueden compensar márgenes bajos en algunas líneas de negocio, como financiación a largo plazo, con los beneficios obtenidos en otras, como seguros.

Por el contrario, los recursos de los financiadores no bancarios provienen de **inversores que reclaman una rentabilidad** que suele estar por encima del coste medio del pasivo de los Bancos, dado que su inversión tiene un mayor riesgo

percibido, menor tamaño y normalmente es ilíquida. Esto hace que, con carácter general, la Financiación no Bancaria demande **tipos de interés más elevados** que la bancaria, y que, por tanto, se centre en productos de **menor sensibilidad al precio**, como el factoring; o en nichos de **mayor riesgo**, como las adquisiciones apalancadas; o bien se dirija a **empresas no bien atendidas por los Bancos**, como muchas pymes. Y, por encima de todo, la **agilidad** al procesar solicitudes es una característica común a todos los No Bancos, que al dar un mejor servicio pueden justificar un mayor precio.

4.2. CONFIANZA DE SUS CLIENTES

Los Bancos cuentan con una **base de millones de clientes** que trabajan cada día con ellos, y con la **confianza y prestigio** que les da el poseer marcas muy reconocidas, asociadas a solvencia y credibilidad. Esto les permite ser la **primera opción** de aquellos de sus clientes que necesiten financiación, que no suelen buscar alternativas si reciben una respuesta positiva en términos que consideren aceptables.

Los No Bancos se han enfrentado a esta limitación intentando captar clientes por tres vías: dirigiéndose a empresas o transacciones no elegibles para los Bancos, ofreciendo un **servicio ágil** y completamente online, y **asociándose con proveedores de empresas** para ofrecer financiación a sus clientes.

4.3. RED COMERCIAL

Aunque la existencia de una red de oficinas bancarias es una barrera de entrada mucho menos significativa que en el pasado, los Bancos cuentan con una **experta red comercial formada por miles de empleados** en toda España, lo que, unido a disponer de un amplio catálogo de productos, les permite captar nuevos clientes con mucha más facilidad que los No Bancos.

Dado que los No Bancos carecen de red comercial propia, captan a sus clientes a través de su **página web**. Sin embargo, este canal se ha demostrado muy poco efectivo para atraer a empresas 'financiables', pues la tasa de éxito de las solicitudes de financiación llegadas por esta vía es inferior al 5%.

Por ello, los No Bancos se apoyan también en **asesores financieros indepen-**

dientes. Estos juegan un papel crecientemente relevante en la financiación de las pymes, ayudándolas a encontrar las soluciones, bancarias o no, que mejor se adaptan a sus necesidades. Los asesores, además como prescriptores, actúan como 'filtro' de operaciones, pues pueden orientar a sus clientes a aquellos financiadores con más probabilidad de aprobar su solicitud, o eventualmente, descartar las solicitudes no financiables.

4.4. TECNOLOGÍA

Los Bancos españoles disponen, desde hace años, de una tecnología muy avanzada que, por ejemplo les ha permitido una implantación temprana de la **banca online** y la banca en el móvil. Eso, unido a respuestas ágiles y coordinadas como el lanzamiento de Bizum, han hecho que los 'Neobancos', que en otros países se han apoyado en una tecnología más sofisticada que la de los Bancos, apenas estén presentes en España.

Para los No Bancos, el disponer de una base tecnológica que les permita emitir y gestionar préstamos e interactuar ágilmente con sus clientes se ha convertido, más que en una posible ventaja competitiva, en una **inversión imprescindible**, que solo puede rentabilizarse si se alcanza un tamaño mínimo.

4.5 ANÁLISIS DEL RIESGO

Los Bancos tienen capacidades de **análisis del riesgo** que les dan una ventaja sobre los No Bancos. Entre éstas destaca el poder acceder a **información histórica financiera** y crediticia de cada uno de sus clientes, el contar con modelos estadísticos alimentados con sus extensas bases de datos, y contar con equipos humanos conocedores de la realidad local y muy experimentados evaluando el riesgo de potenciales prestatarios.

Los No Bancos han aplicado tres estrategias diferentes para controlar la tasa de mora de sus carteras: **apoyarse en otras entidades** que cubran parcial o totalmente el riesgo de crédito, como CESCE o las SGR; invertir en **pocas operaciones** y de un tamaño tal que permita analizarlas en profundidad, como hacen los fondos de deuda; y usar sistemas de **inteligencia artificial** para evaluar el riesgo de impago, que, apoyándose en protocolos de 'open banking', incorporan los movimientos bancarios de los solicitantes.

4.6. ACTITUD DE LOS BANCOS

La existencia de estas barreras de entrada ha hecho alejarse la posibilidad de que España siguiera el modelo de los países anglosajones donde la mayor parte de la financiación corporativa es no bancaria. Y en la medida en que la Financiación no Bancaria se centra en nichos de tamaño relativamente reducido que los Bancos no pueden o no quieren cubrir, éstos han empezado a verla como un **instrumento que complementa su actividad**, más que como un competidor suyo.

Este cambio de actitud explica la **inversión de varios Bancos en vehículos de Financiación no Bancaria**, o el apoyo indirecto dado a los fondos promovidos por CESCE o las SGR, entidades en las que Bancos son accionistas.

Puede argumentarse que, del mismo modo que los Bancos ven con normalidad que las grandes empresas accedan a los mercados de capitales, e incluso les asesoran para hacerlo, los Bancos también están aceptando que las pymes puedan complementar la financiación que ellos ofrecen con la ofrecida por los No Bancos.

Resumen de las limitaciones, o barreras de entrada, para el desarrollo de la Financiación no bancaria en España

BARRERA DE ENTRADA	VENTAJA PARA LOS BANCOS	ESTRATEGIAS DE LOS 'NO BANCOS'
Acceso al pasivo	<ul style="list-style-type: none"> El tener un coste más bajo de sus recursos, por poderse financiar con depósitos y el BCE, les permite prestar a tipos más reducidos 	<ul style="list-style-type: none"> Focalizarse en productos menos sensibles a precio (p.ej. factoring) Dirigirse a operaciones / empresas de más riesgo (p.ej. préstamos 'bullet')
Confianza de sus clientes	<ul style="list-style-type: none"> Contar con una base de millones de clientes con los que trabajan cada día, y para los que 'su' banco es la primera opción cuando necesitan financiación 	<ul style="list-style-type: none"> Ofrecer un servicio más ágil y cercano Captar clientes mediante otros productos financieros (p.ej. tarjetas) Apoyarse en proveedores de las pymes

BARRERA DE ENTRADA	VENTAJA PARA LOS BANCOS	ESTRATEGIAS DE LOS 'NO BANCOS'
Red Comercial	<ul style="list-style-type: none"> • Disponer de una red comercial formada por miles de empleados • Tener un amplio catálogo de productos, que posibilita la 'venta cruzada' 	<ul style="list-style-type: none"> • Captación de clientes on-line con respuestas muy rápidas y un mínimo de documentación • Apoyarse en asesores financieros independientes para captación y filtro de solicitudes
Tecnología	<ul style="list-style-type: none"> • Los bancos españoles disponen de una tecnología muy avanzada, que les ha permitido liderar el lanzamiento de la banca on-line y lanzar con éxito productos novedosos (p.ej. Bizum) 	<ul style="list-style-type: none"> • Invertir masivamente en tecnología • Rediseñar los procesos para intentar hacerlos más ágiles que los de los bancos.
Análisis del riesgo	<ul style="list-style-type: none"> • Experiencia acumulada analizando el riesgo de las empresas • Disponer de gran cantidad de datos de sus clientes 	<ul style="list-style-type: none"> • Apoyarse en entidades con capacidad de asumir el riesgo de impago (p.ej. compañías de seguros) • Uso intensivo de la inteligencia artificial y protocolos de 'open banking'
Actitud de los bancos	<ul style="list-style-type: none"> • Ver a los 'no bancos' como competidores peligrosos 	<ul style="list-style-type: none"> • Convencer a los bancos del interés que para ellos tiene coinvertir con los No bancos





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1966
FUNDACIÓN

Finalbion



Papeles publicados y relación de Patronos de la FEF

Financiación alternativa de la
empresa española



Papeles de la Fundación

FUNDACIÓN INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

- N.º 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- N.º 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- N.º 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- N.º 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- N.º 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
 - Resumen del estudio en Español.
 - Resumen del estudio en Inglés.
- N.º 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- N.º 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- N.º 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- N.º 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- N.º 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- N.º 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.

- N.º 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- N.º 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- N.º 14 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- N.º 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- N.º 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- N.º 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- N.º 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- N.º 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- N.º 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- N.º 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- N.º 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- N.º 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- N.º 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- N.º 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- N.º 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- N.º 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- N.º 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- N.º 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- N.º 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- N.º 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- N.º 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).

- N.º 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- N.º 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- N.º 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- N.º 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- N.º 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- N.º 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España, 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- N.º 39 El Ahorro Familiar en España.
- N.º 40 Observatorio de Gobierno Corporativo (2010).
- N.º 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- N.º 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- N.º 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- N.º 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- N.º 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- N.º 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- N.º 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- N.º 48 El Sector Asegurador ante las transformaciones del Estado de bienestar.
- N.º 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- N.º 50 España: crecer en la nueva economía global.
- N.º 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- N.º 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- N.º 53 La regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- N.º 54 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- N.º 55 Acabar con el paro, ¿queremos?, ¿podemos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.

- N.º 56 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- N.º 57 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).
- N.º 58 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2018).
- N.º 59 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2020).
- N.º 60 El rol de las finanzas en una economía sostenible.
- N.º 61 Financiación de intangibles.
- N.º 62 DeFi: ilusiones, realidades y desafíos.
- N.º 63 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2022).
- N.º 64 El impacto de la inteligencia artificial en la industria financiera: promesas y amenazas.
- N.º 65 Cómo atraer capital a España.
- N.º 66 Financiación alternativa de la empresa española.

COLABORADORES DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.

BANCO SABADELL

LA CAIXA

FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

INDRA

URÍA MENÉNDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

ACCIONA

JB CAPITAL

KPMG

MOEVE

SOLUNION

IKEA IBÉRICA, S.A.U

DELOITTE

J&A GARRIGUES, S.L.

FUNDACIÓN ICO

CECA

FINALBION

FINREG360

FLUIDRA

GVC GAESCO

GRUPO INSUR

ORGANON



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN