

## 4.A.20 : EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (III). FINANCIACIÓN NO BANCARIA.

<https://elpais.com/economia/2021-05-15/crowdfunding-inmobiliario-un-monopoly-real-donde-conviene-saber-las-reglas.html>

### INTRODUCCION

- **Enganche:**

- Imaginemos a un individuo que actualmente trabaja y recibe una renta por ello, pero que no desea gastarla completamente para poder continuar consumiendo sus bienes preferidos en el futuro y le gustaría obtener una rentabilidad por su ahorro.
- Imaginemos una empresa que acaba de idear un nuevo producto, pero que necesita de liquidez para poder comprar la maquinaria necesaria para poder hacer su proyecto realidad.
  - Si este individuo pudiera prestar a la empresa a cambio de obtener la rentabilidad deseada en el futuro, ambos agentes saldrían beneficiados de la operación.
    - El individuo obtendría una rentabilidad positiva de sus ahorros en el futuro.
    - La empresa conseguiría la liquidez necesaria para poder llevar a cabo su proyecto hoy y obtener beneficios por ello<sup>1</sup>.
- En sentido general, el *sistema financiero* está formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. Del estudio de estas cuestiones se encarga la *economía financiera*.
- En los *mercados financieros* se encuentran distintos tipos de agentes:
  - Por un lado, existen agentes que poseen ahorros y que desean invertir, por lo que toman **decisiones de inversión** en activos financieros<sup>2</sup>.
  - Por otro lado, existen un conjunto de agentes que demandan liquidez y buscan financiación, por lo que toman **decisiones de financiación** mediante activos financieros.
- Comúnmente, distinguimos 3 tipos de activos financieros:
  - *Activos financieros de renta variable* [3.B.25]: Conllevan derechos de propiedad y su remuneración depende de la evolución económico-financiera del emisor.
  - *Activos financieros de renta fija* [3.B.26]: No conllevan derechos de propiedad y su remuneración no depende de la evolución económico-financiera del emisor, sino que viene especificada por una fórmula.
  - *Instrumentos derivados* [3.B.27]: Son instrumentos financieros cuyo valor está en función (se deriva) de la rentabilidad o valor de otro activo llamado *subyacente*.

<sup>1</sup> Sin embargo, esta visión es un análisis muy simplificado del sistema financiero:

- En primer lugar, los hogares también pueden financiarse y las empresas financiar.
- En segundo lugar, existen muchos más inversores y emisores que los hogares y sociedades no financieras, en muchos casos más relevantes en términos de operaciones como las instituciones financieras.
- Finalmente, en los mercados financieros no solo existirán mercados de renta fija y renta variable. También hay que tener en cuenta los mercados de derivados y los mercados de divisas.

<sup>2</sup> Una *inversión* es el compromiso real de dinero o de otros recursos con la *esperanza* de recibir beneficios *futuros*.

- Por lo tanto, generalmente, hay dos conceptos relacionados con la inversión: *tiempo* y *riesgo*.

• Distinguimos dos tipos de inversiones según el tipo de activo:

- *Activos reales*: Son los que determinan en última instancia la riqueza material de una sociedad mediante su influencia en la capacidad productiva de la economía.
- *Activos financieros*: No son más que trozos de papel o anotaciones informáticas que no contribuyen de manera directa a la capacidad productiva de la economía. En realidad, estos activos financieros son derechos sobre los activos reales o los ingresos generados por ellos.

Un activo real es un objeto útil que no constituye, al mismo tiempo, el pasivo de ningún otro agente; un activo financiero es un objeto útil que constituye, al mismo tiempo, el pasivo de otro agente (el deudor). Un activo financiero no puede existir para un agente económico sin ser, a la vez, el pasivo financiero de otro agente económico.

**■ Relevancia:**

- Podemos considerar que esta materia es de doble importancia:
  - *A nivel microeconómico*, ya que los mercados financieros van a jugar un papel fundamental a la hora de permitir a los agentes transferir recursos entre períodos.
    - Esto implicará que las inversiones dependan fundamentalmente de 2 conceptos económicos fundamentales: el *tiempo* y el *riesgo*.
  - *A nivel macroeconómico*, ya que a nivel agregado estos mercados pueden ser claves para la evolución de los agregados económicos y en última instancia para el bienestar de los individuos.

**■ Contextualización:**

- La economía española ha experimentado un importante cambio a lo largo de las últimas 7 décadas tanto desde un punto de vista político como desde un punto de vista económico.
  - Desde un punto de vista político, el país ha pasado de un régimen autoritario a un régimen democrático.
  - Desde un punto de vista económico, ha pasado a estar caracterizado por un régimen de autarquía a formar parte del proceso de integración más avanzado del mundo: La Unión Económica y Monetaria Europea.
    - A lo largo de estas 7 décadas todos los sectores ya sean del mercado de bienes o de servicios o de factores productivos han sido reformados de cara a adaptarse mejor a un sistema internacional económico cada vez más globalizado.
    - El caso del sector del sector financiero no ha sido una excepción experimentando por ejemplo el sector de crédito y de valores un enorme cambio.

**■ Problemática:**

- El objetivo de esta exposición será llevar a cabo un análisis algo más en profundidad del sector financiero español, que consta de una serie de instituciones, agentes, mercados e instrumentos.
- En concreto, nos centraremos como agente en las sociedades no financieras y en su participación en los mercados financieros, donde pueden obtener financiación.
  - El sector financiero español no sólo es relevante en términos cuantitativos (representa un 4,3 % del VAB total y un 2,3 % del empleo en 2022<sup>3</sup>), sino que es importante para toda la economía porque todos los sectores hacen uso de él.

<sup>3</sup> <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=32450>

**■ Estructura:****0. INTRODUCCIÓN AL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL**

- 0.1. Definición
- 0.2. Importancia y deseabilidad de regulación y supervisión financiera
- 0.3. ¿Qué es regulación y supervisión financiera?
- 0.4. Rasgos básicos del sistema financiero español
- 0.5. Conclusión

**1. IDEA FUNDAMENTAL DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA**

- 1.0. Idea: Posibilidades de financiación y comparación
- 1.1. Justificación de la financiación no bancaria
  - 1.1.1. Argumentos en favor de una menor financiación bancaria
  - 1.1.2. Justificaciones específicas al caso español
- 1.2. Clasificación de los mercados financieros españoles

**2. CLASIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE FINANCIACIÓN**

- 2.1. Financiación interna
- 2.2. Financiación externa
  - 2.2.1. Renta fija
  - 2.2.2. Otros instrumentos de deuda: leasing, renting, factoring y confirming
  - 2.2.3. Mercado de renta variable
  - 2.2.4. Non-Bank Financial Intermediation (NBFI, Shadow banking)
  - 2.2.5. Otras formas de financiación basadas en la intervención pública

**3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

- 3.1. Perspectiva general
- 3.2. Marco jurídico-institucional
  - 3.2.1. Delimitación de competencias
  - 3.2.2. Fundamentos jurídicos
  - 3.2.3. Órganos competentes y procedimiento de toma de decisiones
- 3.3. Medidas adoptadas, evolución reciente y situación actual
  - 3.3.1. Desarrollo de mercados alternativos: MAB y MARF
  - 3.3.2. Mercados de renta fija
  - 3.3.3. Capital riesgo
  - 3.3.4. Plataformas de financiación participativa
  - 3.3.5. Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial
  - 3.3.6. Política monetaria no convencional BCE: CSPP
  - 3.3.7. Ley "Crea y Crece", una de las principales reformas del PRTR

**4. INTERVENCIÓN PÚBLICA**

- 4.1. Ley de Fomento de la Financiación Empresarial de 2015
- 4.2. Incentivos para no residentes
- 4.3. Incentivos fiscales para la financiación interna
- 4.4. Reforma del IRPF
- 4.5. MARF: Empresas de seguros y fondos de pensiones
- 4.6. Unión del Mercado de Capitales

## 0. INTRODUCCIÓN AL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

### 0.1. Definición

- El **sistema financiero** puede definirse como el conjunto de instituciones, medios y mercados que cumplen 3 funciones básicas: *transformar plazos*, *transferir riesgos* y *transferir fondos*.

- 1) *Transformar plazos*: La transformación de plazos se lleva a cabo por los intermediarios financieros, especialmente los bancos, que toman prestado a corto plazo y prestan a largo plazo. Así, canalizan el ahorro hacia inversiones productivas y compatibilizan el deseo de los ahorradores de disponer de su ahorro en el corto plazo con la preferencia de los inversores por el crédito a largo plazo.
  - Ahorradores quieren disponibilidad a corto plazo.
  - Inversores quieren financiarse a largo plazo.
    - Esta diferencia de liquidez del ahorro y la inversión da lugar al llamado *maturity mismatch* y debe ser gestionado por el banco y, a su vez, éste debe ser supervisado por el regulador para reducir los riesgos de pánico bancario.
- 2) *Transferir riesgos*:
  - Transmisión del riesgo de las inversiones desde los ahorradores a los intermediarios financieros y otros agentes menos aversos al riesgo, de manera que el ahorro efectivamente se canalice hacia proyectos de inversión arriesgados.
    - Los intermediarios asumen el riesgo de contrapartida a cambio de un diferencial.
    - Además, la especialización de los intermediarios financieros en la valoración del riesgo de default asociado a los deudores reduce los costes de información (conocer la solvencia de un prestatario potencial es costoso y está sujeto a múltiples asimetrías de información).
- 3) *Transferir fondos* (sistema de pagos):
  - Canalización de transferencias financieras que el sistema permite.
    - Bancos y otras instituciones financieras permiten a partes alejadas físicamente obligarse y transferir capacidad de compra, asegurando la ejecución efectiva de las transferencias y con ello, permitiendo el tráfico económico.

- De este modo, es deseable la existencia de *mercados financieros amplios, profundos, transparentes y con libre acceso al mercado*.

### 0.2. Importancia y deseabilidad de regulación y supervisión financiera

- La **importancia económica** del sistema financiero es considerable debido a:
  - *Buen funcionamiento de la economía*: Resulta clave para el buen funcionamiento de una economía, ya que permite la transferencia de fondos y de riesgo entre los agentes económicos y la transformación de plazos.
  - *Efectos positivos sobre el crecimiento económico*:
    - Posibilita que un mayor volumen de recursos se canalice hacia la inversión productiva.
    - Garantiza la selección de los mejores proyectos de inversión, mejorando la eficiencia asignativa.
  - Afecta a la instrumentación de la política fiscal y monetaria, y tiene importantes efectos sobre la economía real.
- Por lo tanto, un funcionamiento inadecuado del sistema financiero puede tener consecuencias muy negativas sobre la economía en su conjunto.

### 0.3. ¿Qué es regulación y supervisión financiera?

- Como aclaración de partida debemos señalar que “*regulación*” y “*supervisión*” son frecuentemente tratadas de forma conjunta e incluso indistinta bajo la denominación “*regulación financiera*”<sup>4</sup>, en la medida en que en la práctica ambas actividades suelen ser desarrolladas por la misma autoridad (ya sea sectorial (banca, valores, seguros) o transversal (para todos los sectores)):
  - *Regulación financiera*: Podemos definirla como el conjunto de medidas aprobadas por las autoridades (nacionales e internacionales) para ordenar la actividad y alcanzar determinados objetivos públicos en los mercados financieros.
  - *Supervisión financiera*: Se puede definir como el seguimiento que las autoridades hacen de la situación financiera y de la conducta de las entidades, a través de peticiones de información e inspecciones, de las que puede derivarse la aplicación de sanciones.

- Por lo tanto, la regulación financiera persigue 3 objetivos fundamentales:

- Por un lado, desde un **punto de vista microeconómico**, la regulación persigue 2 objetivos:
  - i) Garantizar la *capacidad de las entidades individuales para hacer frente a las obligaciones frente a sus acreedores* (depositantes, tenedores de deuda, accionistas, beneficiarios de seguros, partícipes en fondos de inversión y de pensiones). Este objetivo se alcanza mediante lo que se conoce como *regulación microprudencial*, entre la que destaca el establecimiento de requisitos de recursos propios de las entidades (ratios de capital).
  - ii) Garantizar la adecuada *protección al consumidor financiero* mediante la fijación de *normas de conducta*<sup>5</sup>.

Podemos distinguir 2 tipos de sistemas de regulación/supervisión en función de la separación de las autoridades:

- Si ambos objetivos son perseguidos por autoridades distintas son denominados “*twin peaks*” (o *enfoque funcional*)<sup>6</sup>. Señaladamente es el caso del Reino Unido<sup>7</sup>.
- Sin embargo, hay que señalar que en la mayoría de jurisdicciones una misma autoridad lleva a cabo ambas actividades, frecuentemente por sectores (*enfoque sectorial*)<sup>8</sup>.
  - Este último es el *caso de España*, donde existe una autoridad supervisora/reguladora prudencial y de conducta para cada sector:
    - Para *entidades de crédito*: Banco de España (BdE),
    - Para *mercados de valores*: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); y

<sup>4</sup> Autores como DAVID LLEWELLYN hacen una diferenciación entre *regulación* (establecimiento de normas de conducta determinadas), *control* (observancia del cumplimiento de las normas) y *supervisión* (observación general del comportamiento).

<sup>5</sup> La regulación microprudencial busca afectar en cómo son (internamente) los agentes del sistema financiero. Las normas conducta, por su parte busca responder a cómo actúan los agentes entre sí (externamente).

<sup>6</sup> Modelo institucional de regulación/supervisión financiera por el que existen 2 autoridades separadas para la regulación/supervisión prudencial y para la regulación/supervisión de conducta.

<sup>7</sup> Tras la reforma de 2013, la regulación prudencial es competencia de la *Prudential Regulatory Authority* (PRA), dentro del Banco de Inglaterra, y la de conducta de la *Financial Conduct Authority* (FCA).

<sup>8</sup> Quedaría un tercer enfoque (*enfoque integrado*), en el que existe un único supervisor para *supervisión prudencial y supervisión de normas de conducta*, se pueden dar 2 casos:

- a. Supervisor único estricto (el banco central no interviene)
- b. Extendido (el banco central supervisa banca).

La elección del modelo se basa en las sinergias y los conflictos de intereses en modelos funcional e integrado (KREMERS et al., 2003).

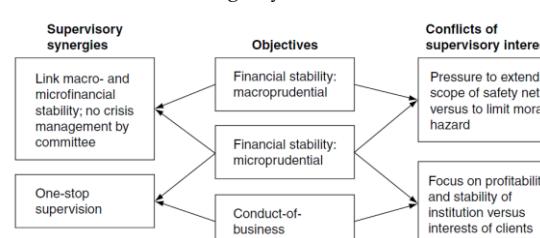


Figure 12.3 Supervisory synergies and conflicts  
Source: Kremers et al. (2003)

Table 12.1 Organisational structure of financial supervision

Countries	(1) Sectoral	(2) Cross-sector: Functional	Basic models	
			(3a) Cross-sector: Integrated without central bank role in banking supervision	(3b) Cross-sector: Integrated with central bank role in banking supervision
European Union	Bulgaria	Belgium (2011)	Denmark (1988)	Austria (2002)
	Cyprus	France (2003)	Estonia (2002)	Czech Republic (2006)
	Croatia	Italy (1999)	Hungary (2000)	Finland (2009)
	Lithuania	Netherlands (2002)	Latvia (2001)	Germany (2002)
	Luxembourg	Portugal (2000)	Malta (2002)	Ireland (2003)
	Romania	United Kingdom (2011)	Poland (2008)	Slovakia (2006)
	Slovenia		Sweden (1991)	
	Spain			
Outside EU			Australia (1998)	Japan (2000)
			Canada (1987)	
			United States (1999)	

Note: In parentheses the year of establishment of the new cross-sector supervisor(s) is shown.  
Source: Schoenmaker (2005) and ECB (2010)

- Para *aseguradoras y fondos de pensiones*: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSyFP), dentro del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.
- Por otra parte, bajo una **perspectiva macroeconómica**,
  - iii) La regulación financiera persigue el mantenimiento de la estabilidad financiera.* Para este objetivo se lleva a cabo lo que se conoce como *regulación macroprudencial*, bajo un análisis en el que se tiene en cuenta la situación no sólo de todos los mercados financieros en conjunto sino también de la economía en general<sup>9</sup>.
    - Tradicionalmente perseguido por las propias autoridades reguladoras/supervisoras sectoriales o bajo la coordinación de estas por el Ministerio de Economía/Finanzas, a raíz de la crisis financiera global de 2008, se ha extendido el establecimiento de autoridades macroprudenciales específicas<sup>10</sup>.

#### 0.4. Rasgos básicos del sistema financiero español

##### Relevancia

- Antes de nada, el sector financiero español no solo es **relevante en términos de Valor Añadido Bruto** (~4 % del total), sino que es importante para toda la economía porque todos los sectores institucionales participan en él.

##### Características

- Podemos identificar las siguientes **características** del sistema financiero español:
  - *Nivel de productividad*: Factor trabajo muy productivo en general.
  - *Grado de competencia en el mercado*:
    - Se trata de un mercado atomizado *por el lado de la demanda* (i.e. un elevado número de agentes buscan financiación en los mercados financieros).
    - *Por el lado de la oferta* ha aumentado el grado de concentración (medida por el índice Herfindahl-Hirschman (HHI)) y se produce un mayor grado de concentración que en países de nuestro entorno según el Banco de España.
  - *Prociclicidad*: Existe una tendencia a booms de crédito en expansiones que vienen seguidos de contracciones de la oferta de crédito de las entidades financieras en recesiones. En definitiva, los sistemas financieros tienen una tendencia a exagerar o amplificar los ciclos económicos a través de su política de créditos.

##### Sectores

- El sistema financiero español se divide en **3 grandes sectores** (*crédito; valores; y seguros y fondos de pensiones*), cada uno de los cuales goza de una institución de control-supervisión y de múltiples agentes que participan en los mercados.

<sup>9</sup> La crisis de 2008 puso de manifiesto que la política monetaria y la supervisión microprudencial no eran suficientes para garantizar la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Así, surgió la política macroprudencial y se hizo una suerte de reparto de tareas: la *política monetaria* velaría por la *estabilidad de precios*, la *supervisión microprudencial* por la *salud de las entidades individuales* y la *política macroprudencial* por la *estabilidad del conjunto del sistema financiero*, previniendo el surgimiento de riesgos sistémicos. De este modo, la primera línea de defensa para garantizar la estabilidad financiera sería la política macroprudencial, apoyada por la supervisión microprudencial.

<sup>10</sup> Como el *Financial Oversight Council* (FSOC) estadounidense o el *European Systemic Risk Board* (ESRB) (Junta Europea de Riesgo Sistémico, JERS) en la Unión Europea, donde cada Estado miembro está obligado a establecer una autoridad. En España, la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).

La AMCESFI es un órgano colegiado adscrito al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital que tiene el objetivo de contribuir a la estabilidad del sistema financiero mediante la identificación, prevención y mitigación de factores de riesgo sistémico. La AMCESFI desempeña una función de coordinación interinstitucional y sus competencias son de naturaleza consultiva y no vinculante.

## Modelo de financiación continental (predomina la canalización de los recursos intermediada)

### Formas de canalización de recursos

- Dentro del sistema financiero podemos distinguir **2 formas de canalización de los recursos**:
  - Forma directa:
    - Tiene lugar en los **mercados financieros**, en los que los demandantes de financiación obtienen los fondos directamente de los ahorradores, mediante la emisión de activos financieros como acciones u obligaciones que otorgan a sus tenedores derechos sobre los ingresos futuros del prestatario.
      - (+) Así, el recurso a los mercados financieros reduce los costes de transacción y puede abaratar la obtención de financiación.
      - (-) Pero al mismo tiempo los mercados presentan una mayor **sensibilidad a los cambios sociopolíticos y económicos**.
  - Forma intermediada:
    - Es llevada a cabo por los **intermediarios financieros**, que se sitúan entre ahorradores y demandantes de financiación, prestando a éstos últimos los fondos que a su vez han recibido de los primeros.
      - (+) Permite **acceder** a la financiación a **agentes que por su tamaño** no pueden acceder a la financiación de los mercados de capitales.
      - (-) Pero coloca a las **empresas** en una situación de **dependencia** del crédito bancario.

### Modelo predominante

- En los *países anglosajones* (p.ej. Estados Unidos y Reino Unido) los mercados constituyen la principal fuente externa de financiación, y en los *países continentales* son las entidades bancarias.
  - Pese a estas diferencias, los niveles de desarrollo económico alcanzados han sido similares en ambos casos, por lo que no parece un factor determinante.
- Si algo ha caracterizado al sistema financiero español es seguir un **modelo continental**, con un *gran peso de la financiación bancaria*. De hecho, las empresas españolas han sido tradicionalmente y son todavía en la actualidad muy dependientes de la **financiación bancaria**.
  - En términos cuantitativos, los activos bancarios representan en España casi el **350 % del PIB**, frente al **250 % de la eurozona**.

### Crecimiento de los mercados financieros y desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios

- La evolución del sistema financiero español durante los últimos 30 años se podría caracterizar por un **importante crecimiento de la actividad financiera** que se ha visto reflejada en el **fuerte desarrollo de los mercados financieros** lo cual se ha debido principalmente a:
  - El mayor grado de desarrollo económico.
  - La creciente apertura al exterior.
  - La propia modernización del sistema financiero.
- La expansión de los mercados financieros ha impulsado a su vez el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios y, más concretamente, de sus 3 modalidades más significativas:
  - Los fondos de inversión.
  - Los fondos de pensiones.
  - Las compañías aseguradoras.
- No obstante, su **importancia relativa en España sigue siendo muy reducida<sup>11</sup>**.
  - En concreto, la *proporción de financiación no bancaria en España se sitúa en el 20-30 %*, frente a un 70 % en Estados Unidos o un 50 % en Francia.
  - *Sus activos representan el 75 % del PIB*, frente al 250-300 % en Estados Unidos y Reino Unido.

<sup>11</sup> [http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB\\_ejercicio\\_2020.pdf](http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_ejercicio_2020.pdf)

## 0.5. Conclusión

- De ahora en adelante, nos centraremos exclusivamente en el análisis de la *financiación no bancaria*.

### 1. IDEA FUNDAMENTAL DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA

#### 1.0. Idea: Posibilidades de financiación y comparación

##### Posibilidades de financiación de las empresas españolas

- Vamos a hacer un paréntesis aquí dado que entra más con la exposición. Recordemos que **las empresas españolas tienen 2 opciones para encontrar financiación:**

- 1) La primera tiene lugar *a través de los intermediarios financieros*, medio predominante de obtención de capital de países europeos que se sitúan entre oferentes y demandantes de financiación (bancos). Se realiza a través de instrumentos de deuda y predominan los préstamos bancarios.
- 2) La segunda posibilidad es la *financiación no intermediada o financiación en los mercados financieros* (en los mercados de valores) en los que las empresas obtienen los fondos directamente de los ahorradores (sean instrumentos de renta fija o de renta variable, y que tienen una mayor importancia en países anglosajones).
  - En concreto, en esta exposición vamos a centrarnos en la *financiación no bancaria* (i.e. financiación vía mercados), que permite diversificar las fuentes de financiación.
  - *Disclaimer:* Paradójicamente, los bancos siguen jugando un papel clave en la financiación no bancaria.

##### Comparación de la financiación bancaria y la financiación no bancaria

- Existen múltiples **diferencias** entre la financiación bancaria y la financiación no bancaria:

###### i) Naturaleza de los costes:

- Los tipos de interés de un préstamo bancario pueden basarse en estrategias comerciales para atraer clientes y están determinadas por el grado de competencia en el sector bancario. Además, hay que tener en cuenta el coste de la intermediación.
- Por su parte, los tipos de interés de la financiación no bancaria para comprar bonos de una compañía estará basado en la apreciación del mercado de factores de riesgo de la empresa.

###### ii) Volúmenes:

- Los préstamos bancarios están perfectamente adaptados a los requisitos de financiación de la compañía, es decir, la empresa puede pedir un préstamo por la cantidad que necesita en el momento que lo necesita.
- En contraposición, los mercados financieros imponen restricciones a las empresas en términos de volumen. Un título de deuda puede por ejemplo no ser líquido en el mercado. Por ejemplo, para las pymes es difícil ir a los mercados a financiarse, son títulos no líquidos por ser poco estandarizados.

###### iii) Vencimiento:

- El mercado de bonos ofrece generalmente financiación a plazos más largos que los préstamos bancarios.
- Los préstamos bancarios casi nunca tienen un vencimiento de más de 5-7 años, mientras que es posible para las empresas financiarse mediante bonos de largo plazo.

#### 1.1. Justificación de la financiación no bancaria

##### 1.1.1. Argumentos en favor de una menor financiación bancaria

- La **teoría de la regulación bancaria** ofrece numerosos argumentos a favor de una **menor dependencia de una financiación bancaria** [ver tema 3.B.28].
  - Algunos ejemplos, en los que nos centraremos en esta exposición incluyen:
    - Problemas de selección adversa y riesgo moral.

- El carácter inherente inestable de los bancos (DIAMOND y DYBVIG, 1983).
- Además, a nivel macroeconómico, es deseable que las empresas *no dependan excesivamente del crédito bancario* debido a los siguientes factores:
  - Concesión del crédito muy procíclica.
  - Riesgo moral (entidades *too-big-to-fail*).

### Problemas de información asimétrica: Selección adversa y riesgo moral en la concesión de financiación llevan a racionamiento del crédito [STIGLITZ y WEISS, 1981]

#### Idea

- En la concesión de financiación podemos apreciar problemas de información asimétrica y de riesgo moral:
  - Selección adversa: Los prestatarios de calidad crediticia baja, y por tanto, menor capacidad de devolución del préstamo expulsan a los de calidad crediticia alta, de modo que los tipos de interés tienden a igualarse al alza para todo tipo de solicitante de crédito.
  - Riesgo moral: Los prestatarios pueden tener incentivos a una gestión financiera laxa una vez han obtenido el crédito.
- El problema de selección adversa en el sistema financiero ha sido ilustrado por STIGLITZ y WEISS (1981) [ver tema 3.A.13].
  - STIGLITZ y WEISS (1981), en el marco de la Nueva Economía Keynesiana [ver tema 3.A.30], muestran que el mercado de crédito puede estar caracterizado en equilibrio por un racionamiento del crédito.
    - La existencia de **información asimétrica en los mercados financieros** podría provocar que ante un exceso de demanda de crédito para unos tipos de interés dados, el banco prefiera racionar la oferta y mantener los tipos de interés y el exceso de demanda en vez de aumentar los tipos de interés debido a los problemas de *selección adversa y riesgo moral* que podrían darse.

#### Modelo

##### Supuestos

- STIGLITZ y WEISS parten de los siguientes **supuestos**:
  - Existen 2 tipos de clientes que piden préstamos para llevar a cabo proyectos:
    - i) Muy rentables y arriesgados; y
    - ii) Menos rentables y menos arriesgados
  - Los bancos que conceden los créditos no saben distinguir entre sus clientes (i.e. existe *selección adversa*).

##### Desarrollo

- Los bancos fijan los tipos de interés por criterios medios.
  - La consecuencia de esto es que los tipos de interés se hacen demasiado elevados para aquellos con proyectos menos rentables pero menos arriesgados que acaban abandonando el mercado. Es decir, solo los proyectos más arriesgados van a estar dispuestos a pagar tipos de interés altos.
  - *Ex-post* los bancos comprueban la calidad crediticia de su cartera y debido a la alta morosidad añaden una prima de riesgo que eleva el tipo de interés, de forma que cada vez excluye a los clientes menos arriesgados y quedan únicamente los clientes más arriesgados (i.e. **selección adversa**).
    - Además, los mayores costes de financiación harán que los individuos se vean obligados a llevar a cabo inversiones más arriesgadas con el dinero prestado, surgiendo así problemas de **riesgo moral** que de nuevo pondrán en peligro la estabilidad de las entidades de crédito.

– En este tipo de situaciones, los bancos se dan cuenta de que el rendimiento esperado del préstamo bancario no es una función monótona creciente del tipo de interés ya que la fijación del tipo de interés trae dos efectos:

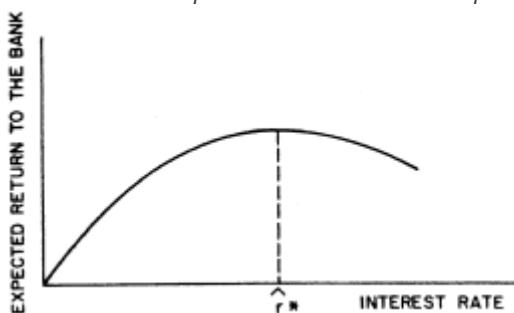
- 1) Mayor rendimiento para la banca debido a los mayores ingresos financieros.
- 2) Mayor atracción de proyectos arriesgados con alta morosidad.

$$E[B] = \hat{r} \times \text{Probabilidad de repago}(\hat{r})$$

○ A medida que aumenta el tipo de interés disminuye la probabilidad de repago, por lo que a partir de un determinado tipo de interés,  $\hat{r}^*$ , este segundo efecto predominará sobre el primero y el rendimiento esperado del banco irá decreciendo.

- Esto se aprecia en la Imagen 1, que muestra el retorno esperado del banco, el cual se calcula como la probabilidad de repago multiplicado por el tipo de interés. Vemos como al principio la curva es creciente hasta el punto  $\hat{r}^*$ , a partir del cual la probabilidad de repago es tan reducida que las posibles ganancias de un tipo mayor son superadas por la baja probabilidad de repago.

IMAGEN 1.– Tasa de interés que maximiza el retorno esperado del banco

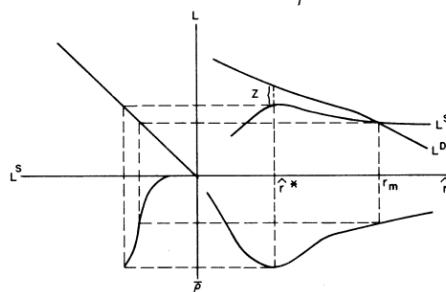


Fuente: Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

○ La Imagen 2 muestra una curva de demanda de dinero decreciente en  $r$  y una curva de oferta cóncava en un tramo correspondiente al tipo de interés máximo mencionado anteriormente (pues primero crece conforme aumenta la rentabilidad unitaria esperada y luego decrece cuando disminuye esta). Para que se vacíe el mercado de crédito, los bancos deberían fijar una tasa de interés correspondiente al cruce de ambas curvas (solución de información perfecta). No obstante, los bancos buscarán maximizar su rentabilidad y fijarán el tipo de interés en  $\hat{r}^*$ . Si en ese tipo de interés hay exceso de demanda de crédito, lo que ocurre es simplemente que el mercado se vacía por el lado corto y se da un racionamiento del crédito. Los problemas de riesgo moral y selección adversa llevan a un racionamiento de la provisión del crédito dado por la diferencia entre oferta y demanda.

– En definitiva, la información asimétrica en el mercado de crédito provoca un racionamiento (i.e. pérdida de transacciones potencialmente beneficiosas).

IMAGEN 2.– Determinación del equilibrio de mercado



Fuente: Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

– Un **credit crunch** afectará con más intensidad a las economías con un tejido productivo muy fragmentado (i.e. con muchas pymes, como España), ya que para las pymes el canal bancario es prácticamente el único canal de financiación posible (mientras que las grandes empresas

tienen más fácil acceso a fuentes alternativas como la emisión de acciones o de obligaciones que veremos posteriormente).

### Implicaciones

- En la práctica existen mecanismos para desvelar más información, por ejemplo:
  - En relación al problema de *selección adversa*:
    - *Mecanismos de señalización*: El empleo por parte del demandante de crédito de la existencia de un *colateral* o de un *historial de crédito*<sup>12</sup> o *credit scoring*.
      - Sin embargo, esto puede dar lugar a la expulsión de algunos sectores de la sociedad especialmente vulnerables del mercado porque carecen de historial crediticio y no pueden demostrar de ninguna manera su capacidad de pago.
    - *Concesión de avales para que las entidades sean menos reacias a prestar* (no deja de ser una forma de compartir riesgos).
    - *Banca pública*, es decir, el regulador puede permitir que el sector público sustituya a las entidades financieras privadas como agente de financiación y que permita la concesión de préstamos a donde no llegue el mercado.
      - Es el caso de las agencias financieras estatales, como el Instituto de Crédito Oficial (ICO) español, que pone a disposición de particulares y empresas vulnerables (como jóvenes o pymes) crédito a unas condiciones mejores a las que obtendrían en el libre mercado<sup>13</sup>.
  - En relación al problema de *riesgo moral*:
    - *Influir en las condiciones contractuales para reducir el riesgo moral*: Como solución, el regulador puede imponer medidas, o fomentar buenas prácticas en su instrumentación por las propias entidades, como por ejemplo:
      - La limitación al tamaño del crédito concedido en función de aspectos como el valor de la garantía aportada (*loan-to-value*); o
      - La solicitud por las entidades prestamistas de la extensión de garantías por los prestatarios, como la entrega de activos o la posibilidad de apropiarse de los mismos vía ejecución en caso de impago.
        - Este argumento ha sido utilizado para oponerse a la *dación en pago* (la dación en pago es una cláusula legal que permite cancelar una deuda hipotecaria a cambio de entregar la vivienda a la entidad bancaria). Se argumenta que la cancelación de la deuda meramente con la entrega de la vivienda reduce los incentivos de los agentes a pagar. En algunos países como España, aunque la Ley Hipotecaria prevea la posibilidad de dación en pago, en la práctica no se realiza y existen garantías muy amplias que el deudor entrega al acreedor.
        - Ello tiene la ventaja de favorecer la financiación y a tipos de interés más reducidos. Una prueba de ello es que en España el 77 % de los hogares son propietarios de la vivienda habitual (un porcentaje superior al de otros países desarrollados).
        - Sin embargo, la dación en pago se puede justificar desde un punto de vista teórico por una asignación de riesgos más eficiente. El problema es que en una crisis económica, la carga principal recae sobre el deudor. Sin embargo, teniendo en cuenta que los deudores hipotecarios (i.e. hogares) son modelizados como aversos al riesgo, la solución no sería que soporten todas las consecuencias. Es eficiente proporcionarles un seguro,

<sup>12</sup> Por ejemplo, es práctica habitual para alquilar un inmueble que se requieran nóminas o declaraciones de la renta que puedan garantizar al arrendador que el arrendatario podrá hacer frente al pago del alquiler.

<sup>13</sup> Las líneas ICO son préstamos del gobierno pero que se ejecutan por medio de bancos y entidades de financiación autorizadas.

aunque sea parcial. Esta es la razón por la que en la práctica totalidad de las economías desarrolladas existen provisiones contractuales y legales para la limitación de la responsabilidad de los deudores<sup>14</sup>.

- Este modelo tiene importantes **implicaciones en crecimiento económico**, ya que el racionamiento del crédito puede llevar a la falta de implementación de proyectos de inversión potencialmente rentables y con ello, reducir el crecimiento económico.
  - Una posible solución que ha tenido cierto éxito en los países en desarrollo son los *microcréditos*. Los miembros de una comunidad tienen más información que el banco de forma que acaban excluyendo a los propios morosos mediante un sistema tal que cuando se produce un impago se le deniega el crédito en el futuro.
- Este modelo, además, arroja implicaciones de política monetaria.
  - En una situación de racionamiento como la anterior, una política monetaria expansiva del banco central podría aumentar dicha oferta de préstamos que hiciese desaparecer el racionamiento de crédito. Por lo tanto, dicha política tendría efectos reales.
    - Un buen ejemplo serían los planes de *Quantitative Easing* llevados a cabo por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal en EEUU y otros Bancos Centrales.
    - En nuestro gráfico de la Imagen 2, esto provocaría un desplazamiento de la curva de oferta de préstamos hacia arriba alcanzándose el máximo de la curva después de haber satisfecho la demanda.
- Una forma de medir la información asimétrica en el mercado de crédito es la constatación por parte de TIROLE y HOLMSTRÖM (2013) de que las grandes empresas del S&P500 en Estados Unidos se sientan estos días en una cifra cercana a 1.450 millones de dólares de efectivo [ver tema 3.B.3].
  - Este comportamiento se justifica precisamente por el racionamiento en el mercado de crédito derivado de la información asimétrica. Las empresas acumulan efectivo ya que la autofinanciación es una forma alternativa de financiarse.

### **Carácter inherentemente inestable de los bancos [DIAMOND y DYBVIG, 1983]**

Contar someramente en este tema (resumir lo que hay aquí de palabra).

#### Idea

- Los *problemas de coordinación y equilibrios múltiples* son estudiados por DIAMOND y DYBVIG (1983)<sup>15</sup>.
  - En su modelo de crisis bancarias con equilibrios múltiples, el equilibrio malo llevaría a que incluso los depositantes más pacientes retiren el dinero en base a creencias sobre el comportamiento del resto. Sería un comportamiento racional ante la duda de que el banco pueda hacer frente a sus obligaciones, derivada de la retirada masiva de depósitos.
  - Por tanto, un problema de coordinación entre depositantes pacientes y depositantes impacientes en presencia de incertidumbre puede generar una crisis bancaria. Una característica que intensifica la probabilidad de una crisis bancaria por problemas de coordinación es el descalce de plazos (los pasivos bancarios son líquidos a corto plazo y los activos ilíquidos a largo plazo). Para hacer frente a pasivos a corto plazo (depósitos a la vista) una entidad puede tener que liquidar activos por debajo del precio de mercado (*fire sale*).
  - La liquidez y eventualmente la solvencia de un banco estarán amenazadas cuando tiene que liquidar activos por debajo del precio de mercado en condiciones normales.

<sup>14</sup> Los bancos utilizan indicadores para asegurarse de que sus prestatarios operarán de una manera financieramente prudente que les permitirá pagar su deuda. Un *convenant* puede requerir que el prestatario presente sus estados financieros al banco. Otros pueden prohibirle a la empresa adquirir nueva deuda.

<sup>15</sup> DOUGLAS DIAMOND y PHILIP H. DYBVIG fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía en 2022 “por sus investigaciones sobre bancos y crisis financieras”. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/actividades/premios-nobel-de-economia-2022-crisis-financieras-y-el-papel-de-los-bancos.html>

- Los **pánicos bancarios** son un tema recurrente en la historia económica. Las crisis financieras están relacionadas con corridas de deuda bancaria de corto plazo, es decir, situaciones en las que los tenedores de deuda de corto plazo “corren” en masa a sus intermediarios financieros a liquidar sus ahorros, forzando a los intermediarios a llevar a cabo ventas de activos que les podrían hacer insolventes.
- El modelo de DIAMOND y DYBVIG (1983) busca explicar este fenómeno. Se trata de un modelo en el que el *pánico bancario* puede llevar a la *quiebra* a la entidad debido a que el banco dispone de *activos poco líquidos* y de *pasivos muy líquidos*. Esta contribución, nos permitirá indagar en:
  - Los beneficios de la transformación de liquidez realizada por los intermediarios financieros;
  - Los riesgos de esta transformación de liquidez (i.e. susceptibilidad a pánicos bancarios); y
  - Provee un marco para proponer medidas de política económica.

### Modelo

#### Supuestos

- El modelo parte de los siguientes supuestos:
  - Supongamos que existen **3 tipos de agentes en la economía**:
    - Los *inversores* prefieren tomar *préstamos a largo plazo*, pues los retornos de sus inversiones tardan tiempo en materializarse.
    - Los *ahorradores*, por su parte, prefieren hacer *depósitos a corto plazo*, pues saben que pueden tener necesidades repentina e impredecibles de dinero en efectivo (p.ej. enfermedades).
    - Los *bancos* pueden proporcionar un valioso servicio mediante la canalización de fondos de los ahorradores a los inversores.
      - Depositantes individuales pueden no ser capaces de hacer estos préstamos a largo plazo por sí mismos, ya que saben que de repente pueden necesitar acceso inmediato a sus fondos.
  - Nuestra economía consistirá en **3 períodos**, indexados por  $T$ :
    - $T = 0$  es el presente;
    - $T = 1$  y  $T = 2$  miden el futuro.
  - Existen (muchos) hogares que son idénticos (*ex ante*) y tienen una dotación inicial de 1 u.m. en  $T = 0$ . Estos hogares van a necesitar consumir en  $T = 1$  o en  $T = 2$ , solo que no saben en qué período:
    - *Existe incertidumbre idiosincrática*, ya que cada individuo no sabe si va a ser de tipo 1 (necesita consumir en  $T = 1$ ) o de tipo 2 (puede esperar para consumir hasta  $T = 2$ ). Esto lo sabrá una vez llegado  $T = 1$ .
    - Sin embargo, *no hay incertidumbre agregada*, ya que se sabe que una fracción fija  $\tau \in [0,1]$  de los hogares será de tipo 1, y una fracción fija  $1 - \tau$  será de tipo 2.
  - También existen **2 activos**:
    - *Efectivo*: No provee ningún rendimiento, por lo que si el individuo ahorra su dotación inicial de 1 u.m. en  $T = 0$ , tendrá 1 u.m disponible para consumir en  $T = 1$  o en  $T = 2$ .
    - *Oportunidad de inversión no líquida*: Si invierte 1 u.m. en  $T = 0$ , puede obtener:
      - $r_1$  si liquida la inversión en  $T = 1$ ; y
      - $r_2$  si liquida la inversión en  $T = 2$ .
      - $r_1 < 1 < r_2$
  - Cada hogar tiene una función de utilidad creciente y cóncava en  $c$ , que hará que el individuo sea averso al riesgo y tenga un incentivo para suavizar el consumo entre los diferentes estados de la naturaleza [ver tema 3.A.7]. De este modo, su utilidad esperada es simplemente la suma de sus flujos de utilidad ponderada por la probabilidad de pertenecer a cada tipo:

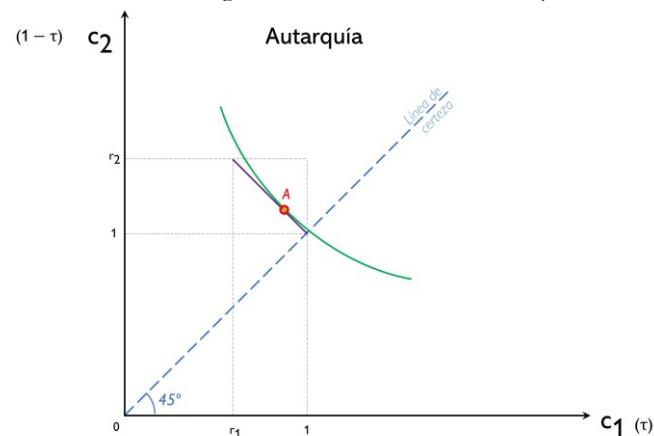
$$E[U] = \tau \cdot U(c_1) + (1 - \tau) \cdot U(c_2)$$

donde  $c_1$  y  $c_2$  son el consumo en cada fecha dependiendo del tipo de consumidor.

### Desarrollo

- Habiendo planteado el escenario del modelo, supongamos 5 escenarios básicos:
  - a) *Autarquía* (i.e. ausencia de bancos ni de mercados competitivos).
  - b) *Existencia de mercados financieros abiertos en  $T = 1$* .
  - c) *Existencia de un planificador social*.
  - d) *Bancos competitivos* (equilibrio óptimo).
  - e) *Bancos competitivos* (pánico bancario).
- a) *Autarquía (ausencia de mercados competitivos)*
- En primer lugar, supongamos una situación en la que los agentes deben decidir de manera individual qué hacer con su dotación inicial.
  - Podría mantener todo en efectivo, en cuyo caso su consumo será igual a 1 u.m. independientemente del tipo de agente que resulte ser.
  - Podría invertir todo en la oportunidad de inversión no líquida, en cuyo caso su consumo será igual a  $r_1$  si es de tipo 1 e igual a  $r_2$  si es de tipo 2.
  - Podría adoptar cualquier posición intermedia.
- Es decir, dada la rentabilidad de los activos, la asignación de consumo será:
  - $c_1 = c_2 = 1$  si mantienen todos sus ahorros en efectivo; y
  - $c_1 = r_1$  y  $c_2 = r_2$  si deciden mantener todos sus ahorros en la inversión no líquida.
- Esto queda resumido en la siguiente gráfica, donde la línea morada refleja la restricción presupuestaria (i.e. el continuo de posibilidades a disposición del hogar) y la curva verde representa la curva de indiferencia del hogar (que al ser averso al riesgo es convexa con respecto al origen de coordenadas):

IMAGEN 3.– Asignación de consumo en autarquía

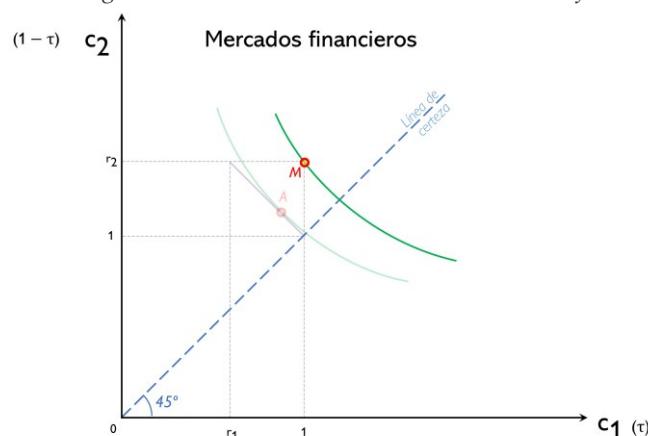


Fuente: Elaboración propia basada en Repullo, R. (2022). 'Premios Nobel de Economía 2022. Crisis financieras y el papel de los bancos'. Fundación Ramón Areces. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/actividades/premios-nobel-de-economia-2022-crisis-financieras-y-el-papel-de-los-bancos.html>

- Hasta aquí, sin la introducción de un banco ni de mercados financieros, los hogares decidirán que cantidad desean invertir en  $T = 0$  dependiendo del valor de  $r_1$  y  $r_2$  (y todos decidirán lo mismo, pues son idénticos *ex ante*).
  - b) *Existencia de mercados financieros abiertos en  $T = 1$*
- La existencia de mercados financieros permite a los hogares "ponerse de acuerdo" para invertir una proporción  $\tau$  en efectivo (pues sabe que en  $T = 1$  una proporción  $\tau$  demandarán sus ahorros) y una proporción  $(1 - \tau)$  en la inversión no líquida (pensando en los hogares de tipo 2).
  - Una vez llegado el período  $T = 1$ , los individuos de tipo 1 tendrán que abandonar su posición en el activo no líquido, pero en lugar de retirar estos fondos y obtener una rentabilidad inferior a 1, podrán vender estos activos a los individuos de tipo 2 a cambio de su ahorro en efectivo.

- En términos gráficos, esta posibilidad permite mejorar la utilidad con respecto a la utilidad de autarquía y alcanzar el punto  $M$ , en el que los individuos de tipo 1 obtienen 1 u.m. en el período  $T = 1$  y los individuos de tipo 2 obtienen  $r_2$  u.m. en  $T = 2$ :

IMAGEN 4.– Asignación de tras la introducción de mercados financieros



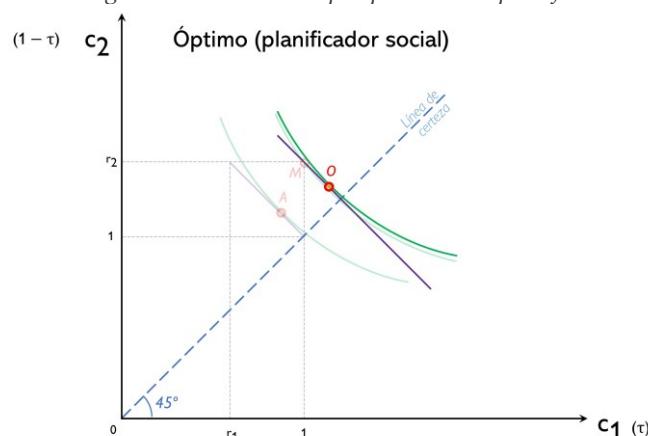
Fuente: Elaboración propia basada en Repullo, R. (2022). 'Premios Nobel de Economía 2022. Crisis financieras y el papel de los bancos'. Fundación Ramón Areces. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/actividades/premios-nobel-de-economia-2022-crisis-financieras-y-el-papel-de-los-bancos.html>

- Sin embargo, veremos que esta situación no es óptima.

c) Existencia de un planificador social

- Para ello, introduzcamos la existencia de un planificador social para ver cuál sería la asignación óptima. En particular, supondremos que el planificador social decide recoger los ahorros de todos los hogares e invertir con el objetivo de maximizar el bienestar social. Conociendo la proporción de individuos de cada tipo y las preferencias de los hogares dispone de las siguientes opciones:
  - Puede obtener la asignación descentralizada con existencia de mercados financieros si invierte una proporción  $\tau$  en efectivo (pues sabe que en  $T = 1$  una proporción  $\tau$  demandarán sus ahorros) y una proporción  $(1 - \tau)$  en la inversión no líquida (pensando en los hogares de tipo 2).
  - Pero, si conoce las preferencias de los hogares, al ser éstos aversos al riesgo, podrían preferir una asignación en la que las diferencias entre los pagos a los agentes del tipo 1 y los pagos a los agentes del tipo 2 sean más reducidas (i.e. una asignación más cercana a la línea de certeza).
- Por tanto, en términos gráficos, la solución se encontrará en la tangencia entre la restricción presupuestaria del planificador social y la curva de indiferencia de los hogares:

IMAGEN 5.– Asignación de consumo por parte de un planificador social



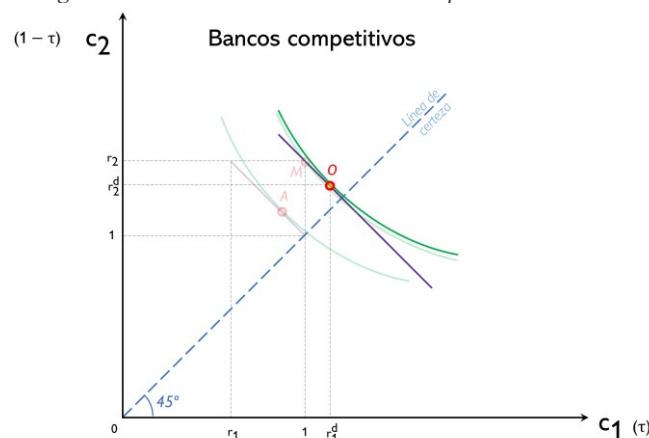
Fuente: Elaboración propia basada en Repullo, R. (2022). 'Premios Nobel de Economía 2022. Crisis financieras y el papel de los bancos'. Fundación Ramón Areces. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/actividades/premios-nobel-de-economia-2022-crisis-financieras-y-el-papel-de-los-bancos.html>

- Nótese que la asignación óptima permite un reparto de riesgos y da lugar a una situación preferida a la situación de autarquía, y además, preferida a la situación de equilibrio con mercados financieros en  $T = 1$ .
  - Esto último es así, debido a que la apertura de un mercado en  $T = 1$  (tras la resolución de la incertidumbre) no permite el reparto de riesgos en  $T = 0$ .
    - Es decir, llegado  $T = 1$  los agentes de tipo 1 no tienen la capacidad de reclamar un reparto más equitativo y, por lo tanto, no se produce una distribución eficiente de los riesgos. En otras palabras, se produce un fallo de mercado asociado a la existencia de *mercados incompletos*.
    - Para resolverlo el planificador observa el tipo de consumidor y realiza una distribución eficiente de los riesgos en función de las preferencias de los individuos.

d) Bancos competitivos. Posibilidad I: Óptimo social

- Alcanzado este punto, DIAMOND y DYBVIG se plantean la cuestión clave de su artículo: *¿es posible llegar a la solución óptima de manera descentralizada?*
- Para ello, introducimos un **banco** que va a actuar como aseguradora y que por simplicidad suponemos que no intenta obtener beneficios, sino que tan solo busca mejorar la situación de las familias sin importar si las familias decidieran financiar la inversión de manera independiente.
  - Para ello se basan en la *ley de grandes números*:
    - Un hogar individual tiene incertidumbre sobre cuándo necesitará consumir, lo que da lugar a una preferencia por la liquidez.
    - Sin embargo, a nivel agregado no existe incertidumbre.
    - El banco puede obtener recursos de muchos hogares explotando este falta de incertidumbre agregada y ofrecer a los hogares un activo que sea más líquido que el proyecto de inversión y que los hogares prefieran tanto frente a la inversión directa como frente al efectivo.
  - De este modo, este activo ofrecido por el banco dará una rentabilidad tal que:
    - $r_1^d > r_1$ , de forma que si el agente necesita retirar su inversión de forma anticipada no se viera tan perjudicado.
    - $r_2^d < r_2$ , de forma que si el individuo mantiene la inversión hasta el segundo período recibe menos dinero.
    - De este modo, los hogares están reduciendo el riesgo al sacrificar parte de la rentabilidad que obtendrían si son del tipo 2 (se podría contemplar como el pago de una prima) a cambio de rentabilidad en caso de ser de tipo 1<sup>16</sup>.

IMAGEN 6.– Asignación de consumo con bancos competitivos (situación óptima)



Fuente: Elaboración propia basada en Repullo, R. (2022). 'Premios Nobel de Economía 2022. Crisis financieras y el papel de los bancos'. Fundación Ramón Areces. <https://www.fundacionareces.es/fundacionareces/es/actividades/premios-nobel-de-economia-2022-crisis-financieras-y-el-papel-de-los-bancos.html>

- En **condiciones normales**, en un sistema bancario, las necesidades repentinas de efectivo de los ahorradores **no generan un pánico bancario** ya que, mediante la aceptación de depósitos de

<sup>16</sup> Con incertidumbre agregada esto sería más complicado, pero la esencia sería la misma.

particulares con *diferentes situaciones personales*, el banco sólo espera la retirada diaria de una pequeña fracción de los depósitos (ley de grandes números). Así, un banco puede otorgar préstamos durante un largo horizonte, mientras mantiene pequeñas cantidades de efectivo para atender a los depositantes que lo necesitan. Esto daría lugar a un *equilibrio de Nash*, en el que todos los individuos se están comportando de manera óptima dado cómo consideran que el resto de individuos va a actuar y no tienen ningún incentivo a desviarse.

e) *Bancos competitivos. Posibilidad II: Pánico bancario*

- En estas circunstancias, ¿cuándo tendría sentido retirar el dinero en  $T = 1$  para los individuos de tipo 2? Sólo si creen que en  $T = 2$  obtendrán menos de  $r_1^d$ .
  - Así, si creo que otros individuos (suficientes) de tipo 2 van a retirar sus ahorros pronto o me preocupa que las inversiones que lleva a cabo el banco no van a salir bien tendré incentivos a retirar mis ahorros antes de tiempo.
- Centrémonos en el caso en que creemos que otros individuos (suficientes) de tipo 2 van a retirar sus ahorros pronto<sup>17</sup>.
  - Si los depositantes exigieran simultáneamente su dinero, se produciría la quiebra del banco, ya que éste sólo dispone de una parte de efectivo y no puede exigir la devolución de los préstamos ya que éstos se hicieron a largo plazo.
  - De esta forma, los primeros depositantes en exigir su dinero podrán recuperarlo, pero los más rezagados se quedarán sin su dinero tras la quiebra del banco.
- Así, se produce una situación de *equilibrios múltiples* de Nash en el que los *fallos de coordinación* pueden generar un *equilibrio sub-óptimo*:
  - Si un depositante espera que los demás no retiren su dinero, él no retirará el suyo, y, como todos los depositantes razonan igual, el **banco continuará operando**.
  - Pero si, por cualquier razón, espera que los demás retiren su dinero, él se apresurará a retirar el suyo, y, como todos los depositantes razonan igual, se producirá un **pánico bancario** en el que todo el mundo intentará sacar todo su dinero simultáneamente, dando lugar a la quiebra del banco. Sólo los primeros depositantes en exigir su dinero podrán recuperarlo, pero los más rezagados se quedarán sin su dinero tras la quiebra del banco.
- Así, da igual que el banco esté completamente sano y sea rentable: un evento que varíe las expectativas de los individuos es suficiente para alcanzar el equilibrio de pánico bancario, es decir, la mera creencia de sus depositantes de que el resto va a retirar su dinero hace que quiebre.
  - A esto en economía a veces se le conoce como *equilibrio de manchas solares (sunspot equilibrium)*.
  - Es, por tanto, un modelo con *profecías autocumplidas* (pues el incentivo de cada depositante a retirar sus fondos depende de lo que cree que van a hacer los demás).
- Nótese que en términos de bienestar se produce la siguiente situación:

$$U_{\text{pánico bancario}}^{\text{bancos compet.}} < U_{\text{autarquía}} < U_{\text{mdo. finan. en } T=1} < \underbrace{U_{\text{eq. óptimo}}}_{U_{\text{óptima}}}$$

Implicaciones

- Los gobiernos pueden combatir el pánico bancario de 3 formas:
  - a. *Asegurar los depósitos de los individuos en caso de quiebra del banco*, con un fondo específico para ello (en España (y en la Unión Europea en general), hasta 100.000 €; en Estados Unidos, tras los pánicos bancarios de la Gran Depresión se creó la *Federal Deposit Insurance Corporation*). De esta manera, como los depositantes saben que van a recuperar su dinero incluso si el banco

<sup>17</sup> El caso en que nos preocupa que las inversiones que lleva a cabo el banco no van a salir bien requiere incertidumbre agregada que complicaría el análisis, pero es importante en la vida real.

quiebra, no retiran sus fondos, por lo que esta medida, en caso de ser creíble, le sale “gratis” al Gobierno.

- b. *Suspender la retirada de efectivo temporalmente*, mientras el banco recupera parte de sus préstamos para poder hacer frente a las retiradas (como ocurrió en Grecia, donde en la primera mitad del año 2015 salieron 50.000 millones de euros, lo que obligó al Gobierno griego a imponer un “corralito” a finales de junio de ese año).
  - Esto en la práctica es económicamente costoso (algunas personas realmente necesitan sus fondos inmediatamente) y no evita el pánico bancario *per se*, pero es efectivo a la hora de prevenir crisis de liquidez que fuercen a los bancos a declararse insolventes.
- c. El Banco Central puede actuar como prestamista de última instancia (*Lender of Last Resort*) creando reservas para hacer frente a los pagos. Si los bancos se quedan sin liquidez para hacer frente a la demanda de retirada de efectivo, podrían solicitar fondos al Banco Central.
  - Esto se llevó a cabo en la Gran Depresión, pero no acabó con la crisis debido a 2 principales problemas:
    - El estigma que generaba para los bancos, que no querían pedir prestado a la Reserva Federal por miedo a quedar expuestos como débiles.
    - Tal y como exponen FRIEDMAN y SCHWARTZ, la Reserva Federal no entendió su rol y sus poderes.
      - FRIEDMAN y SCHWARTZ argumentaron que la Reserva Federal podría haber reducido la severidad de la Depresión mediante una política monetaria más acomodaticia, pero no lo hizo<sup>18</sup>.

#### Extensiones

- Su influencia hasta el día de hoy ha sido enorme. En la actualidad se usa para:
  - Estudio del papel del banco central como prestamista de última instancia.
  - Posible efecto disciplinador de los pánicos bancarios (estas teorías argumentan que los pánicos bancarios no siempre son negativos, sino que podrían tener efectos positivos).
  - Estudio de pánicos bancarios basados en información (a diferencia del modelo básico, basado en la creencia de que otros agentes retirarán sus depósitos).
  - Incluso para el estudio de la introducción de moneda digital de los bancos centrales.

#### Evidencia empírica

#### Valoración

- *Solución:* Creación de Fondos de Garantías de Depósitos para evitar pánicos bancarios.
  - Junto a la normativa prudencial para garantizar la dotación de recursos propios suficientes por las entidades, el regulador introduce medidas para hacer frente al impacto sistémico de la crisis de una entidad financiera. Por un lado, es necesario establecer un orden de prelación claro en el derecho de cobro por parte de los acreedores (depositantes, tenedores de deuda y accionistas). En este sentido, la especial sensibilidad de los depositantes como clientes minoristas ha conducido a la dotación de fondos de garantía de depósitos, los cuales garantizan un mínimo derecho de reintegro a favor de los depositantes en crisis<sup>19</sup>.
  - Además, a raíz de la reciente crisis financiera, se está impulsando la elaboración de planes de resolución por las entidades en las que se prevean los pasos a seguir, en primer lugar, para tratar de mantener a flote la entidad (*going concern*) y, eventualmente, para organizar la disolución ordenada de la misma (*gone concern*) en caso de que resulte imposible cubrir las

<sup>18</sup> “Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of the Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna: Regarding the Great Depression, you’re right. We did it. We’re very sorry. But thanks to you, we won’t do it again.”

— Ben S. Bernanke

<sup>19</sup> En la Unión Europea, el fondo de garantía de depósitos está armonizado en 100.000 € por depositante y entidad. Hay dos modelos fundamentales de financiación de los fondos de garantía de depósitos: por un lado, vía presupuestos (caso alemán); por otro lado, vía contribución de las entidades financieras (caso español).

necesidades de capital con recursos propios, acudiendo al mercado (ampliaciones de capital, emisiones de deuda) o aplicando pérdidas a los acreedores (*bail-in*<sup>20</sup>).

### 1.1.2. Justificaciones específicas al caso español

- Antes del estallido de la crisis económica, el 80 % de la financiación de las empresas españolas provenía de entidades bancarias, según se indica en varias publicaciones.
  - Esto contrasta fuertemente con los modelos anglosajones, donde los porcentajes son los inversos al español (i.e. 70 %-80 % de financiación no bancaria).
  - De acuerdo con el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB)<sup>21</sup>, a nivel mundial la financiación no bancaria será de un 49,2 %.
- Las 2 justificaciones más importantes que además aplican plenamente al caso español son:
  - Un **racionamiento de crédito** en caso de crisis que rápidamente afecta a la **economía real** (ya mencionada “concesión procíclica del crédito”).
  - El temido **círculo vicioso entre la deuda pública y deuda bancaria**.

### Racionamiento de crédito: Crisis financiera internacional

#### Origen

- La crisis se inició en el verano de 2007, pero se agravó con la quiebra de **Lehman Brothers** en septiembre de 2008. La crisis llevó al colapso a importantes bancos de diversos países, expuestos a las **hipotecas subprime**.

#### Impacto

- Reducido impacto directo pero importante impacto indirecto:
  - El **impacto directo** de esta crisis en la solvencia de la banca española fue limitado, gracias al modelo de negocio de las entidades nacionales (banca tradicional minorista de **originar para mantener**) y a la exigente regulación y supervisión del Banco de España (p.ej. **prohibición de implementación de un modelo de tipo originar para distribuir**).
  - No obstante, el **impacto indirecto** de la crisis financiera internacional fue importante: La caída de Lehman Brothers generó un problema de racionamiento de crédito en los mercados interbancarios, donde éstos representaban la principal fuente de financiación del sector financiero nacional.
    - Y es que, las elevadas tasas a las que **creció la demanda del crédito** en el período 1994-2007, unido al **estancamiento** de sus fuentes de recursos tradicionales (**depósitos de la población**), llevó a que las entidades españolas buscasen otras fuentes de financiación: El endeudamiento en los mercados **interbancarios** de la eurozona, aprovechando la integración financiera surgida a raíz de la UEM.
    - La congelación de los mercados financieros internacionales **provocó una disminución de la financiación bancaria a sectores clave** del crecimiento nacional como la construcción y la promoción inmobiliaria.

#### A nivel empírico: Importancia de las pymes

- El pánico bancario desatado en 2008 y los fuertes **racionamientos de crédito** posteriores **han afectado sobre todo a las pymes**. Teniendo en cuenta que dicho tipo de empresa presenta entre un 95 % y un 99 % del tejido industrial y crea alrededor de un 65 % del empleo, es de una gran importancia facilitar financiación alternativa para las pymes.

<sup>20</sup> *Bail-in*: Aplicación de pérdidas a acreedores de una entidad insolvente como alternativa al recurso a fondos públicos (*bail-out*).

<sup>21</sup> The financial assets of the NBFI sector accounted for 49.2 % of the global financial system in 2021, compared to 42 % in 2008.  
<https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/non-bank-financial-intermediation/>

## Círculo vicioso de la deuda pública y deuda bancaria

### Origen

- La publicación de unas cuentas falsas por parte de las AAPP griegas, asistidas a su vez para su falsificación por Goldman Sachs, tuvo efectos contagio muy negativos para el conjunto del euro y sus Estados miembros. Para España:
  - Rápido **contagio** sobre el **coste de financiación y deuda de España** y prácticamente pérdida de acceso a los mercados financieros al aumentar considerablemente la prima de riesgo.
  - A su vez, dada la importante **exposición a la deuda soberana** de las **entidades financieras nacionales** éstas sufrieron **problemas de hojas de balance**.

### Impacto

- La anterior situación podría llevar a un círculo vicioso entre la deuda del Estado y la deuda bancaria:
  - Paso 1:
    - El shock de solvencia crea una pérdida de credibilidad en la sostenibilidad de la deuda del Estado por lo que el gobierno pierde acceso a los mercados de capitales.
    - El sector público acude por tanto al sector bancario para la financiación de su deuda.
  - Paso 2:
    - El sector bancario compra los bonos emitidos por el gobierno y sufre importantes pérdidas por problemas de hojas de balance (la pérdida de credibilidad en los mercados provoca una disminución del precio de los bonos).
    - Debido a las pérdidas los bancos también pierden su acceso a los mercados financieros por lo que acuden al sector público.
  - Paso 3:
    - Esto aumentaría de nuevo las necesidades de endeudamiento del sector público lo que volvería a reiniciar el círculo vicioso.

### Medidas

- Se implementaron diferentes medidas como el FAAF, el FROB o el rescate bancario que llevó a la creación de la SAREB a la que fueron a parar todos los activos tóxicos de los bancos.

### Financiación no bancaria

- No obstante, ninguna de las soluciones provistas atajan el verdadero problema de fondo y representan únicamente un parche al verdadero problema del sistema financiero nacional: su **excesiva financiación bancaria**. Es necesario implementar nuevas fuentes alternativas. Comentamos a continuación las principales que existen a nivel nacional.

## **1.2. Clasificación de los mercados financieros españoles**

- Los mercados financieros se pueden **clasificar** en función de:

### i) Según el instrumento negociado:

- *Mercados de renta fija:* Mercados donde se negocian títulos que no conllevan derechos de propiedad y su remuneración no depende de la situación del emisor:
  - a) *Esquema de pagos o derechos económicos:* En el caso de la renta fija, su relación de pagos están estipulados en una relación contractual entre el emisor y el inversor.
    - Así, su remuneración no depende de la evolución económico-financiera del emisor, sino que viene especificada por una fórmula<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Por tanto, la relación de pagos, a diferencia del caso de la renta variable no depende del comportamiento del emisor ni de decisiones discretionales de reparto de dividendos. Esto no quiere decir que estos instrumentos estén exentos de riesgo, pues se pueden dar casos de impago de la deuda (*default*).

- b) *Vencimiento y cupones*: Los activos de renta fija tienen generalmente un vencimiento definido (puede ser deuda perpetua sin vencimiento). A vencimiento se devuelve el principal o el valor nominal (suma prestada inicialmente)<sup>23</sup>.
  - c) *Derechos políticos*: Los títulos de renta fija no conllevan derechos de propiedad ni derechos políticos asociados. En este caso, la relación es puramente económica ya que los títulos de renta fija representan una porción de la deuda de una empresa. El finanziador es acreedor no socio.
  - d) *Orden de prelación*: Los instrumentos de renta fija se satisfacen de forma prioritaria en caso de liquidación de la empresa a los instrumentos de renta variable.
  - e) *Tratamiento contable*: Los títulos de renta fija forman parte del pasivo del emisor (permiten financiación) y del activo del inversor (al generar derechos económicos).
- *Mercados de renta variable*: Mercados donde se negocian títulos que conllevan derechos de propiedad para el poseedor de los títulos y su remuneración está ligada a la evolución económico-financiera del emisor.
    - a) *Esquema de pagos o derechos económicos*: En el caso de la renta variable, su relación de pagos no está estipulada en una relación contractual entre el emisor y el inversor.
      - Así, la remuneración de los activos de renta variable depende de la evolución económico-financiera del emisor.
    - b) *Vencimiento y cupones*: Los activos de renta variable no especifican un vencimiento. Se dice que las acciones son perpetuas, por lo que su vencimiento depende de la voluntad del inversor de venderlas a un nuevo accionista en el mercado secundario.
    - c) *Derechos políticos*: Los activos de renta variable, otorgan a su tenedor derechos políticos. El accionista es socio y, por lo tanto, las acciones conllevan no sólo derechos económicos sino también derechos políticos.
    - d) *Orden de prelación*: Los instrumentos de renta variable se satisfacen sólo tras haber hecho frente a las obligaciones con los deudores de la empresa.
    - e) *Tratamiento contable*: Los títulos de renta variable forman parte del patrimonio neto del emisor (permiten financiación) y del activo del inversor (al generar derechos económicos).
  - *Mercados de derivados*: A diferencia de los instrumentos de renta fija y renta variable, estos instrumentos no se utilizan para que un emisor se financie sino que son instrumentos cuyo valor depende de un activo subyacente. De este modo, sirven para la cobertura de riesgos y la especulación.
  - *Mercados de divisas*: Se intercambian divisas entre sí.
- ii) Según el vencimiento de los títulos:
- *Mercados monetarios*: Se intercambian activos de deuda con vencimiento a corto plazo (generalmente, menos de 18 meses)<sup>24</sup>.
  - *Mercados de capitales (mercado de deuda)*: Se intercambian activos de deuda con vencimiento a medio y largo plazo.
- iii) Según la fase de negociación de los activos:
- *Mercados primarios*: Mercados donde se colocan los títulos nuevos<sup>25</sup>.
    - En cuanto a la colocación en el mercado primario, la ley del mercado de valores establece la libertad de emisión, si bien ésta deberá satisfacer una serie de requisitos que incluyen su comunicación a la CNMV y la publicación de un folleto informativo

<sup>23</sup> Además, a menudo, el emisor del título está obligado a realizar unos pagos periódicos hasta vencimiento (cupones), que consistirán en el tipo de interés del cupón multiplicado por el valor nominal.

<sup>24</sup> Los mercados monetarios son mercados *mayoristas* (i.e. altos volúmenes negociados y mucha liquidez), donde los emisores suelen ser grandes entidades y los inversores suelen ser inversores institucionales.

- Para los inversores poseen poco riesgo y poca rentabilidad.
- Para los emisores, responden a motivos de gestión de la tesorería y cubrir desfases temporales (p.ej. para sociedades no financieras para financiación del circulante) pero presentan riesgo de refinanciación.

Instrumentos: letras, pagarés, etc.

<sup>25</sup> En cuanto a la colocación en el mercado primario, la Ley del Mercado de Valores establece la libertad de emisión, si bien esta deberá satisfacer una serie de requisitos que incluyen su comunicación a la CNMV y la publicación de un folleto informativo aprobado por esta con, entre otras cosas, las características básicas de la emisión y las cuentas anuales y los informes de auditoría de la empresa emisora.

aprobado por esta con, entre otras cosas, las características básicas de la emisión y las cuentas anuales y los informes de auditoría de la empresa emisora.

- *Mercados secundarios:* Mercados donde se transfieren títulos ya emitidos<sup>26</sup>.

- Por lo que se refiere a la admisión en los mercados secundarios oficiales d ellos valores emitidos en el mercado primario, la autorización corresponde a la CNMV a solicitud del emisor. Dicha solicitud deberá ser aprobada también por la sociedad rectora del mercado de renta fija privado (AIAF) o del mercado de renta variable (Bolsas de Valores).

*iv) Segundo la forma de organización:*

- *Mercados organizados:* Determinan las reglas de juego de cómo se producen las operaciones de compraventa de activos financieros.
- *Mercados no organizados (over-the-counter):* Esto implica que el mercado está formado por muchos operadores que negocian entre sí sin que existe un mercado centralizado.

*v) Segundo el supervisor:*

- *Mercados supervisados por el Banco de España:* Mercado interbancario, mercado de divisas, y mercado de deuda pública anotada (junto con la CNMV).
- *Mercados supervisados por la CNMV:* Mercados de valores, mercados de derivados, mercado de deuda pública anotada (junto con el Banco de España).
- *Mercados supervisados por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones:* Compañías de seguros y fondos de pensión.

## 2. CLASIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE FINANCIACIÓN

- Para acometer inversiones una empresa necesita disponer de **recursos financieros**. Estos recursos financieros se pueden **clasificar** de distintas maneras:
  - Segundo dónde busca la financiación la empresa:
    - *Financiación interna* (*autofinanciación*: reservas, provisiones, amortizaciones, etc.).
    - *Financiación externa* (*mercados de capitales*: acciones, obligaciones, créditos, etc.).
  - Segundo el grado de **exigibilidad**:
    - *Financiación propia* (*patrimonio neto*: reservas, acciones, etc.).
    - *Financiación ajena* (*pasivo*: obligaciones, créditos, etc.).
- Siguiendo el primer criterio (segundo dónde busca la financiación la empresa), pasamos a analizar las posibilidades de financiación de la empresa.

### 2.1. Financiación interna

#### Tipos de autofinanciación

- La financiación interna o autofinanciación hace referencia a los **recursos que genera la propia empresa**, y destacan:
  - Las *reservas* (i.e. retención de beneficios), son los resultados obtenidos por la entidad durante los ejercicios económicos anteriores y que no se han distribuido entre los accionistas como dividendos:
    - *Reserva legal:* Generalmente, las sociedades están obligadas por ley a reservar cierto porcentaje de sus ganancias con el fin de poder afrontar gastos relacionados al concurso o quiebra de la entidad.
    - *Reserva estatutaria:* Según lo establecido en los estatutos de la empresa.
    - *Reservas facultativas:* Dependen de la voluntad de la sociedad.

<sup>26</sup> Por lo que se refiere a la admisión en los mercados secundarios oficiales de los valores emitidos en el mercado primario, la autorización corresponde a la CNMV a solicitud del emisor. Dicha solicitud deberá ser aprobada por la sociedad rectora del mercado que se trate.

Nos centraremos en mayor medida en los mercados secundarios. No obstante, *ambos mercados no deben ser considerados independientes, en tanto que cuanto mayor sea el grado de desarrollo del mercado secundario mayor será el interés de los inversores en la adquisición de títulos en el mercado primario de un activo, pues mayor será su liquidez.*

Las reservas suponen un *aumento* del patrimonio neto (o fondos propios) de la empresa. Se habla por tanto de *autofinanciación de enriquecimiento*. Constituye el componente principal de la autofinanciación.

- Las otras partidas (*provisiones* y *amortizaciones*), que tienen por finalidad *evitar un disminución del patrimonio neto*. Se habla, por ello, de *autofinanciación de mantenimiento*.

#### Autofinanciación por enriquecimiento (reservas)

- La **autofinanciación de enriquecimiento** se compone de las **reservas** en sus diferentes formas (reserva legal, estatutaria, voluntaria, etc.).

- Definimos:

$$\begin{aligned} \text{Recursos totales} &= \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo} \\ &\Downarrow \\ \frac{\text{Recursos totales}}{\text{Patrimonio Neto}} &= \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Patrimonio Neto}} + \frac{\text{Pasivo}}{\underbrace{\text{Patrimonio Neto}}_{\alpha}} \end{aligned}$$

- Si asumimos que las empresas desean mantener constante el *grado de apalancamiento*,  $\alpha$ , definido como la ratio entre los recursos ajenos y los recursos propios, todo aumento de las reservas ( $\uparrow \text{Reservas} \Rightarrow \uparrow \text{Patrimonio Neto}$ ) debería ir acompañado de un aumento de los pasivos<sup>27</sup>, de manera que la *autofinanciación tendrá un efecto expansivo* sobre la capacidad productiva. Cuanto mayor sea la ratio de apalancamiento ( $\alpha$ ), mayor será el efecto señalado, pues será necesario aumentar más el pasivo ante un aumento en el patrimonio neto para mantener  $\alpha$  constante.

- Por lo tanto, la variación de los recursos totales vendrá dada por:

$$\Delta \text{Recursos totales} = \Delta \text{Patrimonio Neto} + \frac{\Delta \text{Pasivo}}{\alpha \cdot \Delta \text{Patrimonio Neto}} = (1 + \alpha) \cdot \Delta \text{Patrimonio Neto}$$

#### Autofinanciación por mantenimiento (amortizaciones y provisiones)

- La autofinanciación por mantenimiento está compuesta de:

- Amortizaciones: Son imputaciones anuales que se hacen a los gastos de producción para compensar la depreciación del activo correspondiente<sup>28,29</sup>.
- Provisiones: Retenciones de beneficios que la empresa utiliza para hacer frente a determinados riesgos que afectan a su actividad (que finalmente podrían materializarse o no).

- Bajo los siguientes supuestos:

- (i) No hay obsolescencia tecnológica (i.e. la productividad de los activos es constante en el tiempo),
- (ii) Los activos son perfectamente divisibles,
- (iii) Ausencia de inflación, y
- (iv) La amortización libera recursos financieros (no es un mero apunte contable),

las cantidades retenidas no sólo mantienen la capacidad productiva, sino que la aumentan. En efecto, si dichas dotaciones se utilizan para comprar nuevos activos, tendrá lugar un progresivo aumento de la capacidad productiva.

- A modo de ilustración, imaginemos una empresa pesquera que compra inicialmente 10 barcos, cada uno a un precio de 1 millón de euros. Los barcos tienen una vida útil de 10 años, un valor residual nulo y una amortización lineal, por lo que cada año se amortizan 100.000 € por barco. El primer año

<sup>27</sup> Si el patrimonio neto aumenta en una unidad, el pasivo tendrá que aumentar en  $\alpha$  unidades para mantener la ratio constante.

<sup>28</sup> Métodos de amortización:

- Método lineal en cuotas fijas:  $A = (V_0 - V_R)/n$
- Métodos acelerados: Las cuotas de amortización son más altas al principio (como, por ejemplo, un coeficiente de amortización constante aplicado sobre una base de amortización decreciente).

<sup>29</sup> ¿Por qué amortizar? Si compro un ordenador y no amortizo y al final de su vida tengo que reponerlo, esto tendrá un impacto brutal en la cuenta de resultados, produciendo una reducción de la tesorería para adquirir nuevos bienes de equipo.

se paga una cuota de 1 millón de euros en total ( $100.000 \text{ €} \times 10 \text{ barcos}$ ), por lo que con ese dinero se puede comprar otro barco, lo que hará aumentar producción ya que ahora hay 11 barcos.

- Esto es lo que se conoce como efecto expansivo de la autofinanciación de mantenimiento o **efecto LOHMANN-RUCHTI**.

### Coste de la autofinanciación

- Las reservas constituyen una fuente de recursos que *no es necesario remunerar explícitamente* (a diferencia de las acciones –dividendos– y de las obligaciones –intereses–).
  - No obstante, decimos *explícitamente* porque las reservas sí tienen un *coste implícito*: el coste de oportunidad, ligado al mayor uso alternativo de dichos fondos.
    - El efectivo por encima de la cantidad mínima de caja puede ser empleado para liquidar deuda o devuelto a los accionistas en forma de dividendos o de recompra de acciones.
  - En puridad, el coste de la autofinanciación es el coste del capital propio, pues forma parte de una fuente de financiación vía recursos propios<sup>30</sup>. Este matiz es importante, porque como veremos en el próximo apartado, para calcular la estructura financiera óptima de la empresa, hablaremos del coste de los recursos propios, donde quedarían incluidos los beneficios retenidos.

### Incentivos públicos

- La Ley 27/2014, del Impuesto de Sociedades, regula 2 mecanismos para potenciar la capitalización empresarial mediante el incremento del patrimonio neto y, con ello, incentivar el saneamiento de las empresas:
  - Reserva de capitalización: Consiste en la no tributación de aquella parte del beneficio que se destina a la constitución de una *reserva indisponible*, sin que se establezca requisito de inversión alguno en algún tipo de activo.
    - Tiene como finalidad *potenciar la capitalización empresarial* mediante el incremento del patrimonio neto y, con ello, incentivar el saneamiento de las empresas.
    - En general, la reducción será del 10 % del importe de la reserva siempre que la reserva se mantenga durante, al menos, 5 años.
  - Reserva de nivelación (específica para las pymes): Las entidades de reducida dimensión podrán minorar su base imponible hasta el 10 % de su importe, sin que la minoración pueda superar 1 millón de euros. A cambio, dicha minoración se revertirá en alguno de los 5 años siguientes si en alguno de ellos presenta base imponible negativa.

---

<sup>30</sup> La retención de beneficios (reservas) en lugar de su distribución vía dividendos es equivalente (a nivel financiero) a repartir todos los beneficios en dividendos y simultáneamente emitir nuevo capital social.

## Ventajas e inconvenientes de la autofinanciación

Ventajas de la autofinanciación	Inconvenientes de la autofinanciación
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Permite a la empresa disfrutar de una <i>mayor autonomía</i> y libertad de acción. Al financiar el desarrollo de la empresa exclusivamente con recursos que genera la propia empresa, la empresa no tiene necesidad de acudir a los mercados de capital para demandar financiación a inversores en acciones o bonos corporativos. Por esta razón, se puede argumentar que los directivos tendrán mayor libertad de acción.</li> <li>■ Además, es una fuente de financiación muy rentable en un mundo con problemas de información.</li> <li>■ Para las <i>pymes</i> constituye el único canal alternativo al bancario para obtener recursos financieros a largo plazo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ La autofinanciación <i>puede ser insuficiente</i> para llevar a cabo determinadas inversiones. Las necesidades de inversión se presentan de forma <i>discontinua</i> en el tiempo, mientras que la autofinanciación se va generando <i>lenta y gradualmente</i>. Por eso, la autofinanciación impide a veces realizar inversiones rentables si no se han generado aún los recursos suficientes.</li> <li>■ Aunque la autofinanciación pudiera ser suficiente, <i>esta no siempre será la mejor alternativa</i> (es decir, la menos costosa).</li> <li>■ Al no tener un coste financiero explícito, en ocasiones <i>puede dar lugar a inversiones poco rentables</i>.</li> <li>■ La retención de beneficios para la autofinanciación <i>hace bajar los dividendos</i> percibidos por los accionistas, lo que <i>puede dar lugar a una caída en la cotización de la empresa</i>.</li> </ul>

- Debido a los inconvenientes que presenta la autofinanciación, la empresa recurrirá con frecuencia a los **mercados de capitales** para obtener **financiación externa**.

### 2.2. Financiación externa

#### 2.2.1. Renta fija

##### Mercado primario

- En el mercado primario de renta fija vamos a estudiar los siguientes **instrumentos**:

- i) Papel comercial.
- ii) Bonos y obligaciones.
- iii) Valores titulizados.
- iv) Participaciones preferentes.

##### 1) Papel comercial

###### – Concepto:

- Son pagarés de empresas de reconocida solvencia (dado que se trata de pagarés sin garantía), emitidos al descuento y cuyo vencimiento es, por lo general, bastante corto (de 30 a 90 días).
  - Su objetivo es cubrir las necesidades de circulante (ya que se emiten a corto plazo).

###### – Tipos:

- *Pagarés seriados*: La emisión de estos pagarés se realiza siguiendo un calendario preestablecido, y puede realizarse bien mediante *subasta* o bien mediante *negociación directa*. Estos pagarés son generalmente adquiridos por intermediarios financieros (p.ej. entidades de crédito), que luego los distribuyen entre sus clientes.
- *Pagarés a la medida*: se trata de emisiones no inscritas en la CNMV y se adjudican por *negociación directa*. Suelen recurrir a ellos emisores menos habituales (p.ej. empresas de menor tamaño).

##### 2) Bonos y obligaciones

###### – Concepto:

- Los bonos y obligaciones son valores de renta fija emitidos a largo plazo: los bonos entre 3 y 5 años, y las obligaciones a más de 5 años.

– Tipos:

- Pueden tomar diferentes formas en función de elementos como su **plazo de vencimiento**, si pagan **cupones o no**, si en caso de pagar **cupones éste es fijo o variable**, si incluyen **opción** de llamada, etc. [ver tema 3.B.26].

– Procedimiento de emisión:○ *Sindicación bancaria:*

- El emisor **anuncia su interés** en una emisión, invitando a las entidades intermediarias interesadas en participar en este proceso.
- Las entidades interesadas **crean un sindicato bancario**, que designa a un **banco director** (lead-manager).
- El **prestatario negocia** con el banco director de la emisión las **condiciones** de dicha emisión (precio, tipo, etc.), en función de las necesidades del prestatario.
- Después, se forman **2 grupos** de entidades ligadas a la emisión:
  - Entidades aseguradoras, que garantizan la colocación de la emisión en las condiciones fijadas. Es decir, se comprometen a proveer el volumen de fondos requeridos por el prestatario en caso de no colocarse la totalidad de la emisión entre inversores finales.
  - Entidades de venta, que intentan colocar los valores entre los inversores finales sin comprometerse a ello.

○ *Subastas (menos habitual en el mercado nacional):*

- Se trata de **subastas competitivas**, generalmente abiertas a una serie de **entidades predeterminadas**.
- El emisor recibe ofertas y procede a **ordenar las ofertas por precio y fija** un nivel mínimo: **el precio marginal**.
- **Por encima** de dicho precio marginal, todas las ofertas son adjudicadas al **precio ofrecido**, y **rechazadas** las ofertas con precios **inferiores al marginal**.

3) Valores titulizados– Concepto:

- Se trata de valores no negociables que tras un proceso de titulización vía un vehículo especial de inversión (fondo de titulización) se convierten en activos negociables en mercados secundarios.

– Tipos:

- *Titulización hipotecaria:* Si los activos de respaldo de las emisiones son activos hipotecarios.
- *Fondos de titulización de activos:* Si los activos de respaldo de las emisiones son otros activos **como por ejemplo préstamos a empresas**.

– Funcionamiento:○ *Paso 1:*

- Una entidad de crédito concede un préstamo a una empresa.
- Ésta pagará periódicamente un tipo de interés y el principal al vencimiento.

○ *Paso 2:*

- La entidad financiera puede crear una SPV para la titulización del préstamo a la empresa.

○ *Paso 3:*

- Ahora bien, la SPV necesita dinero para la compra de dicho préstamo. Es por ello que emite bonos que son comprados en el mercado financiero por inversores a cambio de los cuales obtendrá la financiación necesaria para comprar el préstamo del banco.

– Efectos positivos:

- Para el banco no es muy deseada debido a su nivel de riesgo. La titulización le permite intercambiar el préstamo por efectivo reduciendo así el riesgo en su balance.
- Para el inversor, favorece la diversificación de su cartera.
- Para la empresa, incentiva el crédito bancario hacia un tipo de empresa que normalmente no tiene un fácil acceso al mismo.

4) Participaciones preferentes

– Concepto:

- Se trata de un producto híbrido que combina características de renta fija y de renta variable.

– Características:

- Son productos que *forman parte del capital social del emisor*, pero no gozan de los derechos que otorgan las acciones (no tienen derechos de voto, ni derecho de suscripción preferente, etc.).
- Dado su *carácter perpetuo*, para recuperar la inversión hay que venderlas en el mercado secundario (exponiéndose al riesgo de que la cotización haya disminuido).
- En caso de *liquidación* de la sociedad emisora, las participaciones preferentes tienen prioridad de cobro ante las acciones ordinarias, pero se sitúan por detrás de los acreedores.
- Las participaciones conceden a sus titulares una *remuneración predeterminada*, ya sea fija o variable, pero *condicionada* a la existencia de beneficios suficientes distribuibles en la entidad emisora (de forma que si la entidad emisora no tiene beneficios, los partícipes no obtienen rentabilidad).

## Mercado secundario

### AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

– Definición:

- El mercado secundario de la renta fija más importante en España es el AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

– Características:

- Organizado.
- Oficial.
- De ámbito nacional.
- Mayorista.

– Instrumentos:

- Actualmente, en el AIAF pueden negociarse todo tipo de títulos.
- Excepciones:
  - Los bonos convertibles, que son exclusivos del mercado de renta fija de la Bolsa.
  - Los títulos de deuda pública, que sólo se negocian a través del mercado de deuda anotada.

### Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

– Mercado secundario creado en 2013 para la canalización de recursos de renta fija principalmente para pymes.

- Los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad y menor coste en la tramitación de las emisiones. Se negocian valores a corto plazo (como los pagarés) y a medio y largo plazo (como los bonos, que, a su vez, pueden ser simples o de titulización).

## Últimos desarrollos

### Bonos verdes

- Finalizamos con un instrumento financiero en auge durante los últimos años: los denominados **bonos verdes** correspondientes a las *nuevas finanzas sostenibles*.
  - Se trata de un tipo de emisiones cuyos fondos se destinan a financiar proyectos en las áreas relacionadas con el medioambiente.
  - Los bonos verdes no salen a un precio muy diferente que otros bonos del mismo emisor pero ofrecen varias ventajas:
    - Dan acceso a un *nuevo perfil de inversores*.
    - Conllevan un *impacto fuerte en imagen institucional*.
    - Ofrecen a menudo una *mejor liquidez del bono en el mercado secundario*.
  - En España, tanto el sector privado como el sector público han llevado a cabo desde muy recientemente emisiones de bonos verdes. Centrándonos en el sector privado:
    - BBVA:
      - Desde 2007 la entidad ha asesorado y colocado emisiones por un importe nominal superior a los **25.000 millones de euros**.
      - Pero además, el banco presentó en 2018 su estrategia para alinear progresivamente su actividad con el Acuerdo de París y entre sus propósitos se encuentran movilizar hasta 2025 un total de 100.000 millones de euros en financiación verde, infraestructuras sostenibles y agribusiness entre otros.
    - Iberdrola:
      - Iberdrola emitió en **abril de 2014** su **primer bono verde** y cuenta actualmente con más de **9.500 millones de euros de bonos verdes emitidos**. Estos se han destinado de forma mayoritaria a proyectos de energía y acción climática.
      - Su **última colocación** se realizó el pasado mes de febrero y ascendió a **800 millones de euros en bonos híbridos verdes**, aunque la demanda multiplicó por más de 6 veces la oferta.
    - Otras empresas:
      - En España, junto a BBVA e Iberdrola se encuentran también activos en este tipo de activos *Red Eléctrica y Naturgy*.

### Bonos ESG

- Sostenibilidad es una de las palabras clave para resumir 2021 en los mercados de renta fija. La pandemia ha potenciado el interés inversor por los bonos ESG, pues estos activos constituyen un vehículo fundamental de la recuperación sostenible UE:
  - El plan de recuperación UE, tiene 2 prioridades fundamentales: digitalización y sostenibilidad. En la financiación de los fondos NGEU, las *emisiones de bonos verdes* van a tener un rol principal.
  - El Covid-19 ha provocado una serie de situaciones que también van a precisar de más financiación social.
    - La pandemia ha tenido efectos muy negativos en determinadas regiones, sectores económicos y grupos sociales que se enfrentan a una reconstrucción de sus tejidos empresariales y sociales.
- Como resultado de todos estos vectores, 2021 fue un ejercicio récord de emisiones de renta fija ESG.
  - A nivel global, se estima que la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles habría alcanzado a cierre de 2021 el billón de dólares, casi el doble que el año anterior, lo que supone su máximo histórico.

- La fuerte demanda por los activos ligados a factores ESG ha hecho que los emisores puedan acudir al mercado a financiarse con ellos de forma muy competitiva e, incluso, en condiciones financieras más interesantes y plazos más largos que en los activos tradicionales.

– Hitos en España

- En España, una de las principales potencias mundiales en emisiones ESG, 2021 ha dejado también varios hitos de gran relevancia
  - Emisión del primer tramo de bonos verdes por parte del Tesoro, por 5.000 M €. La colocación tuvo una sobredemanda que superó en más de 12 veces el importe objetivo de emisión.
  - Distintas CCAA continuaron activamente con sus programas de emisión sostenibles.
- En bonos sociales, destaca la admisión a cotización en AIAF del octavo bono social del ICO, cuyos fondos están destinados a financiar proyectos de autónomos, pymes y empresas españolas con un impacto social positivo y que contribuyan a impulsar la recuperación y el crecimiento económico sostenible.
- El sector privado español es líder en la emisión y desarrollo de instrumentos de financiación sostenibles.
  - Las empresas de menor tamaño también han abrazado los criterios de sostenibilidad.

2.2.2. Otros instrumentos de deuda: leasing, renting, factoring y confirming

- Este tipo de operaciones suelen ser la especialidad de establecimientos financieros de crédito (nuevamente juegan un papel importante los bancos, por lo que vamos a relajar el concepto de financiación no bancaria).

Leasing

- Una entidad traspasa el derecho de uso de un activo fijo a cambio del pago de rentas durante un período de tiempo al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien arrendado, devolverlo o renovar el contrato.
- 2 tipos:
  - *Leasing operativo:*
    - La entidad es una empresa no financiera.
    - Los activos son generales por lo que el contrato es revocable.
  - *Leasing financiero:*
    - La entidad es una empresa financiera.
    - Los activos son específicos por lo que el contrato no es revocable.
- Ventajas:
  - Supone un alivio financiero ya que permite evitar grandes inversiones de una vez.
  - El canon por leasing es deducible fiscalmente en el impuesto de sociedades.
- Desventajas:
  - Puede suponer un elevado coste a largo plazo.
  - No todos los activos no corrientes son objeto de leasing.

Renting

- Es como el leasing, pero con la diferencia principal de que el **renting no incluye opción de compra**.

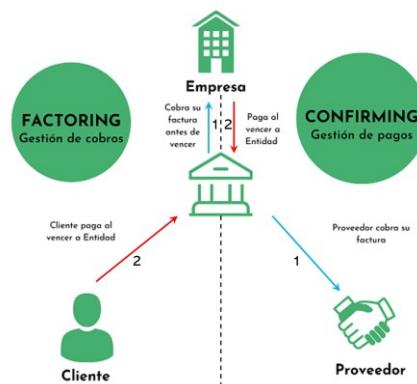
Factoring

- Consiste en la **financiación de los activos realizables** (*accounts receivable*). El tipo de interés vendrá implícito en el descuento por el que se compran los realizables.

## Confirming

- El confirming consiste en la obtención de crédito para financiar las compras corrientes de una empresa. Es una operación inversa al factoring (de hecho, en inglés no se conoce como confirming, sino como reverse factoring).

### FACTORING Y CONFIRMING



Fuente: Adaptado de <https://www.sumutua.com/es/actualidad/que-diferencia-hay-entre-factoring-y-confirming>

### 2.2.3. Mercado de renta variable

#### Bolsa de Valores

- En la Bolsa de Valores distinguimos entre:
  - Ibex-35: Está formado por las **35 empresas con mayor liquidez** de entre las que cotizan en las **4 bolsas españolas**. Utiliza pesos ponderados para cada empresa en función de su capitalización bursátil, de manera que no todas las empresas tienen el mismo peso.
  - Mercado continuo: Está formado por el resto de empresas cotizadas.

#### Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

- El MAB se diferencia de la Bolsa de Valores en que va destinado a compañías con menor capitalización en bolsa que las grandes compañías.
  - Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario) o las ECR (Entidades de Capital Riesgo).

### 2.2.4. Non-Bank Financial Intermediation (NBFI, Shadow banking)

- Estructura financiera que permite obtener financiación a las empresas fuera de la regulación bancaria tradicional. Por tanto, ninguna relación tienen los bancos.
  - Los *inversores* se enfrentan a más riesgo y a cambio esperan obtener un mayor rendimiento (tipo de interés más elevado). Por ejemplo, operan *hedge funds*.
  - Las *empresas* obtienen financiación que no encuentran en los bancos.

## 1) Entidades Capital Riesgo

### Introducción

- En el caso de España, un paso previo a la cotización en los mercados oficiales o alternativos suele ser la captación de recursos propios o ajenos a través de las denominadas «entidades de capital riesgo» (ECR).

### Aspectos generales

#### Definición:

- Las ECR son entidades financieras reguladas por la CNMV cuyo principal objeto es la toma de participaciones temporales en el capital o de deuda de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación no coticen.

– Ventajas para la empresa receptora:

- La inversión (en valores de renta fija o variable) en una empresa por parte de una ECR supone para ésta no solo la ventaja de una fuente de financiación alternativa, sino que, a través de la participación de profesionales cualificados en los órganos de dirección, aportan su conocimiento y experiencia, contribuyendo, potencialmente, a mejorar la eficiencia en la gestión.

Tipos de ECR

- Asimismo, dentro del capital riesgo, se suelen diferenciar distintos tipos de inversión, de acuerdo con la fase de desarrollo de las empresas.

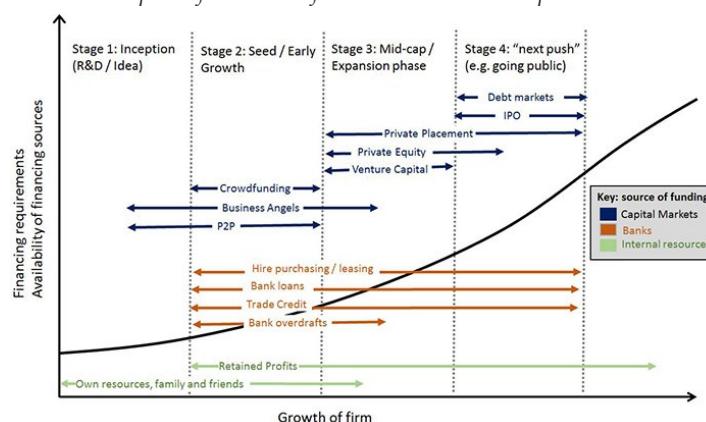
○ Primeras etapas:

- *Capital semilla (seed capital)*: Aquella inversión que está relacionada con empresas que, **o acaban de nacer**, o aún **no han comenzado** sus actividades empresariales, y cuyos productos o servicios están en fase de definición.
- *Capital arranque (start-up capital, venture capital)*: Dirigido a empresas que **ya existen**, pero necesitan financiación para su **puesta en marcha**. Aún no han empezado con la producción y distribución del producto o servicio, y, habitualmente, aún no han generado beneficios.
- *Capital fortalecimiento (late-stage capital)*: Se dirige fundamentalmente a empresas que **ya están produciendo** y comercializando, y que tienen resultados positivos pero pretenden **iniciar un fuerte crecimiento**, con el objetivo, en muchas ocasiones, de su posterior salida a bolsa.

○ Etapas posteriores:

- *Capital de expansión*: Se destina a sociedades que **ya tienen un producto consolidado** y desean aumentar sus ingresos y beneficios mediante una **expansión geográfica**, de **producto** o de cliente.
- *Capital con apalancamiento (LBO)*: Aquella modalidad de inversión que tiene como objetivo la adquisición de una empresa, para lo que se emplea una cantidad significativa de **dinero prestado** (bonos o préstamos).
- *Capital de sustitución (replacement capital)*: Destinado a aquellas operaciones en las que la **sociedad inversora releva a uno o a más accionistas** que no están interesados en continuar con la inversión.
- *Capital de reestructuración (turnaround capital)*: Dirigido a un **cambio de estrategia** o de gestores de la empresa.

IMAGEN 7.– Principales fuentes de financiación de la empresa a medida que crece



Fuente: <https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/667392/en>

### Business angels

- Un *business angel* es un individuo que ofrece capital, asesoramiento y una red de contactos que los emprendedores no tienen al inicio.
  - Aunque invierte en cualquier etapa del desarrollo, el *business angel* desempeña un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las **fases iniciales** del ciclo de vida de sus empresas (semilla y arranque).

## 2) Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)

- Tienen como objetivo la captación de fondos para invertirlos en valores y, por tanto, financiar a empresas.
  - *Tipos en función de la forma jurídica:*
    - *Sociedades de inversión colectiva:* Sus inversores son accionistas de la propia entidad. Son las SICAVs y las SOCIMIs y están gobernadas por una junta general de accionistas y consejo de administración.
    - *Fondos de inversión colectiva:* Sus inversores no son accionistas, sino partícipes, por lo que los fondos necesitan ser gestionados por un tercero. Carecen de personalidad jurídica.
  - *Tipos según la regulación:*
    - *No libres* (p.ej. fondos de inversión y SICAVs): Tienen determinadas restricciones.
    - *Libres* (p.ej. hedge funds): Están menos regulados y su función principal es invertir en todo tipo de títulos.

## 3) Plataformas de financiación participativa privada

- Las plataformas de financiación participativa (PFP), denominadas en inglés *crowdfunding* constituyen un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y de los mercados alternativos.
  - Consiste en la financiación colectiva de un negocio o proyecto, para lo que se publica la iniciativa en una plataforma, por lo general ubicada en Internet, proponiendo un objetivo de financiación durante un período de tiempo. Habitualmente, si durante ese período de tiempo no se alcanza el 100 % del objetivo, se entiende que el proyecto no ha suscitado el suficiente interés como para hacerlo viable, anulándose todos los compromisos de pago.
  - El *crowdfunding* surge impulsado por un nuevo entorno en el que cobran mayor importancia la digitalización y la interacción social.
- En cuanto al coste de financiación del *crowdfunding* (además del porcentaje que recibe la plataforma en concepto de gestión), depende de la modalidad de *crowdfunding* utilizada. En particular, se diferencia entre:
  - Equity crowdfunding: Donde la obtención de fondos se canaliza a través de capital.
  - Crowdlending: Donde el instrumento utilizado es la deuda.
    - A finales de 2020, la CNMV había autorizado **28 PFP**.

## 4) Initial Coin Offering

<http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/6666/6613>

- La *Initial Coin Offering* constituye una fuente de financiación alternativa para canalizar recursos a negocios nacientes (*start-ups*), basada en la tecnología *blockchain*.
  - En realidad la ICO como mecanismo de financiación no puede entenderse sin conocer las características esenciales del fenómeno que trata de financiar: los proyectos de desarrollo en *blockchain*. Esta tecnología innovadora ambiciona generar un paradigma descentralizado en las transacciones.
  - Antes de definir qué se entiende por ICO, es imprescindible concretar el concepto de *token*. Un *token* (*crypto asset*) es un vale digital (*digital voucher*) que proporciona a los tenedores algún tipo de derecho. Se puede definir como una unidad de valor que una organización crea y que da algún tipo de derecho.

- Las ICO son ofertas públicas de nuevos criptoactivos (p.ej. Bitcoin o Ethereum) que se intercambian por criptomonedas ya existentes o en ocasiones por su equivalente en dinero fíat, con el fin de financiar proyectos en el cambio de las tecnologías *blockchain* y sus aplicaciones.
- Ha resultado ser un mecanismo práctico por su carácter flexible y descentralizado y por su escasa regulación.

### 2.2.5. Otras formas de financiación basadas en la intervención pública

#### Instituto de Crédito Oficial (ICO)

##### Concepto y función

- El ICO no es una entidad de depósito al no permitírselo captar depósitos (se financia en los mercados de renta fija) pero sí es una entidad de crédito, pues concede crédito.
  - Es una entidad pública empresarial financiera, adscrita al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, que goza de la garantía del Estado.

##### Objetivo:

- Está encargado de ofrecer financiación a largo plazo a aquellos sectores no cubiertos satisfactoriamente por el resto del sistema financiero.
- El ICO actúa en una doble vertiente:
  - Agencia Financiera del Estado:
    - Se trata de operaciones encomendadas específicamente por el gobierno.
    - *Ejemplo medioambiente*: El ICO lanzó a principios de abril de 2019 su primera emisión de bonos verdes por una cuantía de 500 millones de euros para financiar proyectos que contribuyan a la lucha contra el cambio climático.
  - Entidad de crédito especializada:
    - Aquí es el ICO quien decide las operaciones que desarrolla. Estas operaciones se clasifican, a su vez, en:
      - *Líneas de mediación a las entidades de crédito* para que sean estas quien financien a las empresas.
      - *Operaciones que realiza directamente el ICO* en inversiones productivas a medio y largo plazo, para financiar grandes proyectos de infraestructuras, telecomunicaciones, energía o transportes.

##### Créditos ICO

- Ofrece múltiples créditos a pymes según sus necesidades y preferencias.

#### Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA)

- Enisa es una empresa pública dedicada a la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores de pymes españolas mediante préstamos participativos.

#### ICEX: Financiación no bancaria a la internacionalización de la pyme

- Apoyo a la licitación internacional:
  - Intenta impulsar la participación de pymes en proyectos en el exterior, a través de la financiación de parte de los gastos de preparación de ofertas técnicas en concursos o licitaciones internacionales, tanto públicos como privados.
- ICEX Next:
  - Programa de **apoyo a la internacionalización** de pymes, que ofrece:
    - Asesoramiento para el diseño de un business plan.
    - Inteligencia de mercados.
    - **Cofinanciación** de hasta 13.270 € de los **gastos** realizados por la empresa en prospección, promoción y **contratación de personal** para el **departamento internacional**.

– ICEX Consolida2:

- Se trata de un programa de **financiación de la internacionalización** de pymes españolas que quieran expandirse en los mercados exteriores.

– ICEX Target USA:

- Es como el Plan ICEX Consolida2, pero para la internacionalización en Estados Unidos.

### 3. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

#### 3.1. Perspectiva general

- Tradicionalmente, el **sector bancario** ha desempeñado un **papel esencial en la financiación de las sociedades no financieras españolas**, muy por encima de otras fuentes alternativas (p.ej. mercados de valores o capital riesgo).

- Esta estructura de financiación se explica, al menos en parte, por las características de un *tejido empresarial* en el que tienen un elevado protagonismo las pymes, que representan más del 99,5 % del total de empresas (y el 65 % de trabajadores).
- Las pymes tienen mayores dificultades que las empresas grandes para la emisión de valores, como consecuencia tanto de los costes de estas operaciones como de los problemas de información asimétrica derivados de la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación económico-financiera.
  - Estas dificultades son incluso más acusadas en las compañías de nueva creación, ya que no disponen de un historial crediticio, o en las que desarrollan su actividad en negocios innovadores, dado que su evolución futura es más incierta.

- Tras el estallido de la crisis financiera internacional, ha ido quedando **patente la fragilidad de nuestro sistema bancario y la necesidad de buscar vías alternativas a la financiación bancaria** para que las restricciones crediticias no estrangulen la recuperación de la economía española.

- En efecto, el grado de bancarización elevado se evidencia en este punto, estimulado por la capacidad de la banca de financiarse a tipos muy bajos. Por ejemplo, hasta enero de 2013 Ferrovial no había emitido bonos corporativos.
- Un grado de dependencia elevado de una única fuente de financiación puede constituir un elemento de vulnerabilidad para las empresas, especialmente en momentos de fuertes tensiones macrofinancieras.
- Por ello, ha habido *respuestas de política económica*.
  - La puesta en marcha de estas iniciativas, junto con otros factores como el reducido nivel de los tipos de interés, la introducción de un programa de compras de valores de renta fija privada del Eurosistema<sup>31</sup> y los cambios en la regulación financiera han favorecido un *aumento de la diversificación de las fuentes de financiación empresarial*.

#### 3.2. Marco jurídico-institucional

##### 3.2.1. Delimitación de competencias

- El artículo 4 del TFUE establece que la UE dispondrá de *competencia compartida* con los Estados miembros en ámbitos relacionados con el **mercado interior**.

<sup>31</sup> Es importante mencionar el programa de compra de bonos del Eurosistema, que tal y como muestran diversos informes del Banco de España, ha tenido un importante impacto sobre la financiación no bancaria de las empresas no financieras.

### 3.2.2. Fundamentos jurídicos

- Los **fundamentos jurídicos** se hallan en:

– *Real Decreto Ley 4/2015 del Mercado de Valores*, que refunde la Ley del Mercado de Valores de 1988 con sus desarrollos y modificaciones posteriores. Esta norma incluye además toda la normativa europea contenida en la Directiva MiFID II<sup>32</sup>.

### 3.2.3. Órganos competentes y procedimiento de toma de decisiones

#### Función normativa

- En el caso de la **regulación** (i.e. función normativa), con la salvedad de las competencias que ostentan las CCAA en materias de ámbito regional (p.ej. algunos temas relativos a las Cajas de Ahorro y cooperativas de crédito) esta se define a *nivel nacional*. Así, las funciones son ejercidas dentro del Gobierno por el **Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital** quien las desarrolla a través de la *Secretaría General del Tesoro*.

– Se encarga de la elaboración y tramitación de normas relativas al sector financiero, (i.e. dirección, desarrollo y ordenación de la política financiera).

#### Función de supervisión y control

- En el caso de la **supervisión y control** la CNMV es el órgano supervisor de los mercados de valores españoles, quedando encargado de la supervisión de los siguientes agentes:
  - *Empresas de servicios de inversión*.
  - *Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)*.
  - *Fondos y sociedades de capital riesgo*.
  - *Sociedades gestoras de fondos de titulización*.
  - *Plataformas de financiación participativa*.

### 3.3. Medidas adoptadas, evolución reciente y situación actual

- La variedad de financiación no bancaria que acabamos de mencionar no es fruto del mero funcionamiento del mercado si no que ha sido el resultado de una importante intervención pública que se ha llevado a cabo con especial intensidad a raíz de la crisis económica y financiera.

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art10.pdf>

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T4/descargar/Fich/beaa1804-art32.pdf>

- Vamos a finalizar analizando la evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas acorde a un **informe del Banco de España publicado en 2018**.
  - En este contexto, durante los últimos años se ha producido un proceso de desintermediación financiera.
    - En julio de 2019 el porcentaje de crédito bancario sobre el total de la financiación a las sociedades no financieras ascendía al 55,6 %, una cifra que es más de 20 puntos inferior a la que se registraba en España en 2007 y 2008 (76 %).

<sup>32</sup> Evolución de la normativa referente al mercado de valores:

- Hasta el año 2007 la ley de referencia para los mercados de valores fue la *Ley del Mercado de Valores de 1988*.
  - Gracias a ella y a sus sucesivas reformas se reforzaron las medidas dirigidas a la protección de los inversores; y se mejoró enormemente la supervisión de los mercados, creándose la CNMV.
- La Ley del Mercado de Valores de 1988 permaneció vigente hasta el 2007 cuando se sustituyó por la *Ley de 2007*.
  - Esta incorporó diversas Directivas europeas y en particular la Directiva 2004 también conocida como *MiFID I*, la cual supuso una verdadera revolución en términos de armonización de los mercados de valores europeos.
  - No obstante, tras la crisis económica se evidenciaron las carencias de la normativa europea, por lo que se puso en marcha una mejora que se materializó mediante la aprobación de la *MiFID II* en 2014 en el Parlamento Europeo.
- En España se aprueba el *RDL del Mercado de Valores de 2015* que completará la plena incorporación del *MiFID II* en diciembre de 2018 y entró en funcionamiento en abril de 2019.

- En otros países de la UE, la desbanckarización ha avanzado más rápido cuando en España no ha habido tantos cambios en términos relativos.

### 3.3.1. Desarrollo de mercados alternativos: MAB y MARF

- En línea con lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, durante los últimos años, se han creado en España **mercados de valores alternativos** (en un primer momento de renta variable y más delante de renta fija) como mecanismos más especializados en la captación de recursos financieros por parte de las empresas que, por su propia naturaleza (muy innovadoras, de reciente creación, o simplemente de menor tamaño, demandaban un entorno diferente al que ofrecen los mercados regulados (en los que normalmente se financian empresas de gran tamaño).
  - A partir de entonces, en los años posteriores se han puesto en marcha diferentes iniciativas para *fomentar el desarrollo de las fuentes de financiación no bancarias*. Así, las autoridades comunitarias y las nacionales han impulsado el desarrollo tanto de los mercados de valores (como el MAB<sup>33</sup> y el MARF<sup>34</sup>), como de algunos canales alternativos a la financiación bancaria, que incluyen desde nuevas modalidades de entidades de capital riesgo (entidades de capital riesgo pyme) hasta las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding* y *crowdlending*).
  - El **número de empresas no financieras cotizando** en el MAB y en el MARF ha presentado una evolución creciente a lo largo de los últimos años **superando la cifra de 40 emisores en ambos casos en 2017** cuando en 2009 el número se situaba entre 0-5.
  - A pesar del crecimiento que han experimentado los *mercados alternativos* (MAB y MARF), los volúmenes de financiación captada en términos relativos con respecto al total de los mercados de renta variable y renta fija *son todavía muy reducidos*.
    - Así, tanto en el MAB como en el MARF, los volúmenes alcanzados representan a pensar el 1 % de la financiación con valores captada por el conjunto de las empresas financieras.

### 3.3.2. Mercados de renta fija

- Comparando el periodo 2007 y 2017 el **número de empresas españolas** que captan fondos a través de la emisión de valores de renta fija **se ha multiplicado por más de 6 veces**. El principal factor de este aumento ha sido la **reducción del coste de endeudamiento** de las empresas que viene explicado por:
  - El programa de compras de deuda privada del Eurosistema (CSPP).
  - Las modificaciones introducidas por la **Ley de financiación de fomento de la financiación no empresarial** en materia de **renta fija**.
  - La reforma del 2014 en materia de **tributación de inversores no residentes en renta fija**.

### 3.3.3. Capital riesgo

- Recientemente, también se han introducido algunos cambios en la **regulación de las Entidades de Capital Riesgo con el fin de potenciar su desarrollo**.
  - Concretamente, en 2014 se aprobó la figura de entidades de capital riesgo pyme, flexibilizando los requisitos de constitución y modificando los activos de inversión frente a las ECR genéricas. En particular, permitiendo un mayor uso tanto de préstamos participativos como de deuda para proveer de financiación a estas pymes, así como para participar en su gestión y en labores de asesoramiento.

<sup>33</sup> Flexibilizando los requisitos para las compañías que deseen trasladarse desde el MAB al mercado continuo, lo que se produce, de acuerdo con la ley, cuando el capital social de una compañía cotizada en el MAB alcance un umbral de 500 millones de euros. Esta medida se conoce como la Ley Ascensor.

<sup>34</sup> Para impulsar el MARF se ha modificado la normativa de empresas de seguros y fondos de pensiones, para que puedan adquirir valores cotizados en estos mercados de renta fija.

- Además, el Gobierno ha tomado diversas medidas para impulsar el capital riesgo, destacando la creación por parte de ICO de Fond-ICO, un fondo dotado de 1.200 millones de euros dedicado a invertir en fondos de capital riesgo que a su vez invierta en empresas españolas.
- Por otra parte, a partir de 2014 se permite que las emisiones de obligaciones que cumplan determinados requisitos no estén sujetas a retención ni a tributación en España en el caso de los inversores no residentes.
  - o En particular, que sean admitidas en un mercado regulado (incluido el de la AIAF o sistemas multilaterales de negociación (p.ej. MARF)), realizadas por cualquier sociedad residente en España.
- Entre 2009 y 2017 la inversión en empresas españolas vía ECR ha aumentado desde un 1 % hasta un 4 % del PIB.
  - Pese a este repunte, el capital riesgo hacia las empresas españolas según la estadística de Invest Europe era del 2,6 % del PIB en 2017 (por debajo de la media europea (3,2 % del PIB)).
  - Además, si distinguimos por fase de desarrollo, aunque a lo largo de los últimos años se observa un repunte de la actividad en las primeras fases (semilla, arranque y fortalecimiento), es en las etapas posteriores en las que se concentra la proporción mayoritaria del capital riesgo (prácticamente el 85 % de la financiación se concentra en **etapas posteriores** (sobre todo LBO)).

#### 3.3.4. Plataformas de financiación participativa

- Asimismo, en lo referente a las plataformas de financiación participativa, todavía **no existen estadísticas oficiales**, dadas sus fases tempranas de desarrollo. No obstante, las **primeras estimaciones** apuntan a que los fondos canalizados por esta vía, tanto en acciones como en deuda, **aunque todavía son marginales** respecto del conjunto de la financiación total, **presentan crecimientos elevados**.
  - o Así, se estima que, de media, a lo largo de los 3 últimos años los fondos captados por estas plataformas a escala global han presentado crecimientos superiores al 40 % anual, superando globalmente en el período enero-junio de 2018 los 9,4 mm de euros. España capta un 0,2 %, siendo China (80 %) la que más capta.

#### 3.3.5. Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial

- Finalmente cabe destacar la **Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial** que busca:
  - Flexibilizar el régimen de las sociedades de garantía recíproca para reducir sus cargas administrativas y hacer más atractivo su funcionamiento, de modo que resulten realmente de utilidad para que las pymes obtengan financiación.
  - Medidas encaminadas a favorecer el tránsito de los valores que se encuentran admitidos en un sistema multilateral de negociación hasta su negociación en un mercado secundario oficial.
  - Se atribuye a la CNMV facultades de supervisión y sanción de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*). En colaboración con el Banco de España cuando se refiera a plataformas cuyos productos se financien vía préstamos.
  - Fija un umbral de capitalización de 500 millones de euros para operar en el MAB, de modo que las empresas que superen dicho umbral durante 6 meses tendrán que pasar a cotizar en el mercado continuo<sup>35</sup>.

#### 3.3.6. Política monetaria no convencional BCE: CSPP

- Por último es importante también mencionar el programa de compra de bonos del Eurosistema que tal y como muestran diversos informes del BdE ha tenido un importante impacto sobre la financiación no bancaria de las empresas no financieras.

<sup>35</sup> El escándalo del falseamiento de las cuentas de Gowex de 2014, que forzó la suspensión de la compañía que representaba el 57 % de la capitalización del MAB infringió un serio daño reputacional al MAB. Para evitar nuevos casos similares, la Ley 5/2015 fija el umbral de capitalización en 500 millones para operar en el MAB.

### 3.3.7. Ley "Crea y Crece", una de las principales reformas del PRTR

- Objetivo: Impulsa la creación de empresas y facilita su crecimiento y expansión, especialmente de las pymes.
  - Crear una empresa será más fácil y más rápido.
- Medidas de la Ley:
  - Posibilidad de constituir una SL con un capital social de 1 €, favoreciendo el emprendimiento.
  - Facilita la constitución telemática de empresas a través de la ventanilla única del Centro de Información y Red de Creación de Empresas
  - Lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales
  - Impulsa la financiación alternativa:
    - Crowdfunding, se introduce más flexibilidad para que estas plataformas presten sus servicios en Europa. Además, se refuerza la protección de los inversores y se permite la creación de vehículos para agrupar a los inversores y así reducir costes de gestión. Para ampliar el universo de proyectos empresariales elegibles se elevan los umbrales de inversión por proyecto (de 2 a 5 millones de euros) y se modifican los límites de inversión por proyecto para inversores minoristas, que pasan a ser el más alto entre 1.000 euros o el 5 % de la riqueza.
    - Capital riesgo, ampliándose el tipo de empresas en las que pueden invertir estas entidades, incluyendo empresas financieras con un alto componente tecnológico.
    - Se amplían las figuras reconocidas para fondos cerrados, incluyendo estructuras de amplia trayectoria en otros países de nuestro entorno: fondos de deuda que puedan invertir en préstamos, facturas o efectos comerciales, contribuyendo y mejorando la financiación empresarial de compañías que hayan visto deteriorada su estructura financiera por la pandemia.
    - Instituciones de Inversión Colectiva, se elimina el carácter obligatorio del informe trimestral, se establecen los medios telemáticos como medio de comunicación por defecto y se flexibiliza el régimen de diversificación de inversiones de las entidades de capital riesgo.

## 4. INTERVENCIÓN PÚBLICA

De alguna manera intentar coordinar este apartado con el apartado anterior, ya que se solapan cosas que copié de distintas fuentes.

- La variedad de financiación no bancaria que acabamos de mencionar no es fruto del mero funcionamiento del mercado si no que ha sido el resultado de una importante intervención pública que se ha llevado a cabo con especial intensidad a raíz de la crisis económica y financiera.

### 4.1. Ley de Fomento de la Financiación Empresarial de 2015

Llevar al apartado anterior.

- Ante el importante racionamiento de crédito provocado por la crisis, la reciente **Ley de Fomento de la Financiación Empresarial de 2015** introduce diversas novedades que pretenden favorecer el acceso a la financiación por parte de la gran mayoría del tejido empresarial nacional. Dada su extensión nos centraremos únicamente en incorporar las principales novedades.

#### Financiación bancaria y pymes

- Notificación previa:
  - La ley establece que si un banco o institución de crédito deseara reducir la financiación que provee a una pyme tendrá que notificar esta decisión a la pyme con 3 meses de antelación.

– Solicitud del historial de pago:

- Asimismo, la pyme tiene derecho a solicitar su historial de pago al banco, incluyendo su informe crediticio (*credit score*).

### Titulización

- Se **reforma el marco legal de la titulización** de crédito para simplificarlo y hacerlo más transparente, instando a los bancos a titulizar no solo hipotecas y préstamos de grandes empresas sino también crédito a pymes.

### Impulso del MAB

- Flexibilizando los **requisitos** para las compañías que **deseen trasladarse desde el MAB al mercado continuo**, lo que se produce, de acuerdo con la ley, cuando el capital social de una compañía cotizada en el MAB **alcance un umbral de 500 M €**. Esta medida se conoce como la **Ley Ascensor**.

### Establecimientos Financieros de Crédito

- Se dotará a estas entidades del **marco jurídico más eficaz** para mantener y potenciar su actividad. Estarán plenamente orientadas a la financiación empresarial y del consumo por canales alternativos a los estrictamente bancarios.

### Sociedades de Garantía Recíproca

- Se establece que el **reaval de CERSA** (Compañía Española de Refinanciamiento) se active ante el acreedor en caso de incumplimiento de la SGR tras el primer requerimiento.

### Potenciar la Renta fija

- Por un lado, esta norma **eliminó el límite cuantitativo** a la emisión de obligaciones por las sociedades anónimas (SA). Por otro, permitió a las sociedades limitadas (SL) **emitir obligaciones simples**, facultad que **anteriormente tenían vetada**.

### Regulación del crowdfunding

- El objetivo es impulsar una nueva herramienta de financiación directa de proyectos empresariales en sus fases iniciales de desarrollo, al tiempo que se protege a los inversores.
- Principales medidas:
  - Autorización y registro: La obligación de autorización y registro en la CNMV para las plataformas.
  - Supervisión: La CNMV se encarga de **supervisar las plataformas de Equity Crowdfunding**, mientras que el BdE **supervisa las crowdlending**.
  - Inversores acreditados vs. no acreditados: La introducción de la distinción entre inversores acreditados, que **no tienen límites de inversión**; y los **no acreditados**, que únicamente pueden invertir hasta **10.000 euros anuales y no más de 3.000 por proyecto**.
  - Importe máximo de captación de fondos por proyecto: La fijación de un **importe máximo de captación de fondos** por proyecto de **2 M€**. Excepcionalmente, cuando los proyectos se dirijan **exclusivamente a inversores acreditados**, el importe máximo anterior podrá alcanzar los **5 M€**.
- Pese a las controversias que suscitó durante su tramitación (hubo quien se preguntaba si esta regulación no sería un intento para proteger el sistema de financiación tradicional) ha terminado siendo una regulación consensuada entre los actores implicados.
  - Se trata de una normativa exhaustiva y eminentemente protecciónista para los inversores, que puede ayudar al mercado a percibir una profesionalización del sector.

## Capital Riesgo pyme

- En noviembre 2014 se aprobó la creación de la figura de las entidades de Capital Riesgo Pyme (ECR-Pyme), que permite a estas entidades **invertir un 70 % de su patrimonio en participaciones pymes**, participando en su gestión y haciendo labores de asesoramiento.

## Fondos de Titulización de Activos para pyme (FTpyme)

- El método de titulización es particularmente útil para las pymes al tener éstas especiales dificultades para entrar normalmente en contacto con inversores para captar financiación.
  - Es por ello que desde el 2000 ha constituido el programa de FTpyme y que ha conseguido hasta la actualidad la emisión de **50.000 millones de euros**.
- Es decir en caso de cumplir los **préstamos titulizados** del banco **una serie de requisitos el SPV** creado por el mismo **podrá considerarse un FTpyme y contar con el aval del estado para un total del 80 % de los bonos emitidos**.
  - Los préstamos titulizados deben de ir dirigidos en un determinado porcentaje (50 %) a pymes.
  - Las entidades financieras que cedan estos préstamos o créditos, deben reinvertir al menos el 80 % de la liquidez obtenida por esta cesión en nuevos préstamos o créditos para pymes en un plazo de 2 años.

### 4.2. Incentivos para no residentes

- Desde 2014, se permite que las **emisiones de obligaciones que cumplan determinados requisitos**, en particular, que sean admitidas en un mercado regulado (AIAF o MARF), realizadas por cualquier sociedad residente en España, **no estén sujetas a retención ni a tributación en España en el caso de inversores no residentes**.

### 4.3. Incentivos fiscales para la financiación interna

- La financiación interna o autofinanciación hace referencia a los recursos que genera la propia empresa, esto es, la **retención de beneficios**.
  - Existen en la actualidad incentivos fiscales en el ámbito del IS como por ejemplo la **reserva de capitalización o nivelación** mediante los cuales las empresas pueden deducirse hasta un determinado porcentaje de la retención de beneficios su BI.
  - Sin embargo, esta opción es poco utilizada en la práctica por los importantes costes de oportunidad de apoyarse en la financiación interna.

### 4.4. Reforma del IRPF

- Algunas comunidades autónomas y el Estado han introducido diversos incentivos en el IRPF en la **compra de acciones de empresas de nueva creación** o en aquellas que cotizan en el MAB, siempre que se cumplan determinados requisitos de mantenimiento de la inversión y de tamaño de la empresa.

### 4.5. MARF: Empresas de seguros y fondos de pensiones

- Para impulsar el MARF se ha modificado la normativa de empresas de seguros y fondos de pensiones, para que puedan adquirir valores cotizados en estos mercados de renta fija.

### 4.6. Unión del Mercado de Capitales

#### Origen

- Idea presentada por el Presidente de la Comisión JC Juncker en 2014, tras lo cual se publicó un “Libro Verde” en 2015. Los principales objetivos de la UMC:
  - Una mayor integración de los mercados financieros europeos.
  - Proporcionar a las empresas nuevas fuentes de financiación, especialmente a las pequeñas y medianas empresas.
  - Reducir el coste de la obtención de capital

## Planes de Acción

- Para alcanzar estos objetivos, la Comisión Europea ha propuesto un plan de acción con una serie de medidas para la construcción progresiva de una Unión e mercados de capitales que se completará en 2019.

## CONCLUSIÓN

### ▪ Recapitulación (Ideas clave):

- En esta exposición, hemos visto cómo en los últimos años estamos asistiendo al surgimiento y a la consolidación de nuevas vías de financiación para las empresas. Dada la evolución y variedad de posibilidades, podemos aseverar que hay alternativa a la financiación bancaria.
- Sin embargo, lo correcto sería decir que existe alternativa al préstamo bancario tradicional pues la banca todavía está muy presente en algunos de estos productos por su carácter de banca universal: es decir, no solo realiza actividades de depósitos-préstamos sino que ofrece productos de inversión, fondos, actividades de leasing y renting y en la actualidad están alcanzando incluso acuerdos con fondos de capital riesgo.
- Por lo tanto, podemos hablar de financiación alternativa, pero no de financiación completamente desintermediada, de manera que la situación de las entidades bancarias va a seguir marcando el ritmo financiador de la economía española.
- - ¡Ojo! La experiencia a raíz de la crisis financiera iniciada en 2007 también muestra la capacidad de algunas de las entidades que proporcionan *financiación no bancaria* (*banca en la sombra*) de generar riesgos para la estabilidad financiera.
  - (en España: bonos verdes)
    - La emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles se dispara en España. Se están emitiendo en torno a 15.000 millones anuales en 2020 de euros por esta vía. El Tesoro podrá emitir 10.000 millones por primera vez en 2021. España podría llegar a ser el cuarto país de la UE en colocaciones.
    - Los bonos sociales financian proyectos sanitarios o de empleo. Con la Covid se han disparado.
    - Ahora bien, las colocaciones verdes (financian proyectos que generan beneficios medioambientales) siguen siendo las más habituales, al acaparar un 56 % de lo emitido.
    - Sostenibles: combinan aspectos verdes y sociales.
- **Salida o cierre (Idea final):**
  - En definitiva, a raíz de la crisis del Covid-19 y siguiendo a SEBASTIÁN ALBELLA tenemos que estar con las luces en ámbar por lo que pueda pasar en los mercados financieros. Hay que evitar que una crisis sanitaria se traslada a una crisis financiera o más particularmente a una crisis bancaria. El sector financiero sí llega más preparado pero ante la posibilidad de una segunda ola, los organismos reguladores deberán estar atentos para evitar un *credit crunch* y permitir que el ahorro se canalice hacia la inversión productiva para lograr favorecer el crecimiento económico o en este caso más bien para favorecer que las empresas solventes no tengan problemas financieros en estos tiempos que pueden ser duros.

## Bibliografía

Tema María Palacios Carrere / Zapico

Tema Juan Luis Cordero Tarifa

Tema Sahuquillo

Artículo IV del FMI

## Preguntas de otros exámenes

–

### Anexos

#### A.1. Anexo 1: Cambios en los mercados e instrumentos en las últimas décadas

- Acuerdos y fusiones entre los mercados de valores:
  - A nivel de la UEM:
    - Euronext: Integración de los mercados de valores de París, Bruselas y Ámsterdam.
    - “Eurostoxx 50”: Índice de referencia de la bolsa de la zona euro, creado en 1998 y que contiene las principales empresas del área del euro.
  - A nivel de España:
    - Se crea BME, que sale a Bolsa en 2006.

#### A.2. Anexo 2: Fuentes de financiación de una start-up

- Desde un punto de vista de economía financiera, un emprendedor representa el polo opuesto que un inversor ideal descrito por el modelo CAPM. El emprendedor apuesta por un único activo y se arriesga al máximo. Por tanto, desde un punto de vista teórico, su objetivo no es financiero sino humano. La evidencia empírica muestra que en torno a un 20 % de las empresas perviven 10 años después en países desarrollados.
- Las *start-ups* cuentan con las siguientes posibilidades de financiación:
  - Deuda:
    - Muy pocas *start-ups* inmediatamente generan flujos de efectivo positivos. Muy probablemente, al inicio registran pérdidas y sólo tras un período de tiempo pueden registrar beneficios.
    - Dado que la financiación vía deuda requiere el pago regular de intereses y del principal, cuando los flujos de caja son muy inciertos y seguramente negativos, es demasiado arriesgado tomar deuda antes de demostrar que la empresa es viable.
    - Por tanto, la financiación vía deuda viene en un proceso posterior a la fase *start-up* cuando se prueba que el modelo de negocio funciona.
    - Excepción: Activos que tienen un valor independientemente del business plan (p.ej. edificios).
  - Private equity (capital riesgo)<sup>36</sup>:
    - El capital riesgo supone habitualmente una participación de manera temporal en el capital social de una empresa no cotizada, de manera que se convierten en socios-accionistas de la empresa. La financiación propia (mediante capital riesgo) es fundamental en etapas iniciales de la empresa. El inversor de *private equity* suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada en forma de asesoramiento en aspectos estratégicos y de gestión. Los inversores tienen incentivos en esta involucración activa adicional dado el riesgo que soportan (el modelo de negocio puede o no prosperar).
    - Los inversores son reticentes a dar al emprendedor un cheque en blanco. Pueden existir problemas de riesgo moral entre emprendedores y financieros iniciales. Por tanto, la

<sup>36</sup> Generalmente adscrita a sectores de conocimiento (p.ej. tecnología, biotecnología) y en un 70 % a PyMES.

financiación suele ser cara e ir a cuentagotas, en varias rondas, sólo para el objetivo inmediato de la empresa.

- Dentro del capital riesgo se suelen diferenciar distintos tipos de inversión, de acuerdo con la fase de desarrollo de las empresas o sus proyectos. De este modo, el capital riesgo puede clasificarse, dentro de sus primeras etapas, en las siguientes modalidades:

- *Capital semilla (seed capital)*: Aquella inversión relacionada con empresas que acaban de nacer (o aún no han comenzado sus actividades empresariales) y cuyos productos o servicios están en fase de definición (preparación de plan de negocios).
- *Capital arranque (start-up capital)*: Inversión en la siguiente etapa, ya con un plan de negocio más definido. La financiación se dirige a comenzar con actividades empresariales.
- *Capital fortalecimiento*: Empresas que ya están produciendo y comercializando.
- *Capital expansión*: Se destina a sociedades que ya tienen un producto consolidado y desean aumentar sus ingresos y beneficios mediante una expansión geográfica, de producto o de cliente.
- *Segmento Corporate-venture*: Some industrial groups have created internal investment funds with the dual aim of financing innovation and keeping an eye on developments in their sector.

– *Salida a bolsa*:

- Las *start-ups* han de valorar las ventajas y los inconvenientes de la salida a bolsa:

- *Ventajas*:
  - Mayor posibilidad de obtener financiación (se puede obtener financiación de un mayor número de agentes al salir a bolsa, ya que los mercados de *private equity* están más concentrados y con menor acceso, por ejemplo, a inversores minoristas).
  - Mayor liquidez de la inversión de los accionistas.
  - También colateralmente sirve de *marketing* para las empresas (se da a conocer a otros *stakeholders*).
  - Mayor posibilidad de generar vinculación de incentivos en el seno de la empresa (accionistas/directivos y accionistas/empleados) a través de *stock options*.
  - Mayor protección para accionistas minoritarios debido a la mayor regulación.
  - Mayor nivel de rendición de cuentas de la empresa (mayor transparencia).
- *Desventajas*:
  - Pérdida de control (dispersión en la propiedad de la empresa).

- Existen distintas formas de salir a bolsa:

- *Initial Public Offering (IPO)*:

- Idea:
  - Es la forma tradicional de salir a bolsa.
  - Es un proceso en el que juega un papel relevante un banco de inversión como intermediario para que los inversores compren las acciones<sup>37</sup>.
  - Suele tomar al menos 6 meses entre el momento donde los accionistas deciden sacar a la empresa a bolsa y el primer intercambio de acciones. Se requiere, en este período, preparar los estados contables y otra información requerida, adoptar una política de dividendos...
- Valoración:
  -

---

<sup>37</sup> En una Oferta Pública Inicial, una empresa contrata a banqueros que la ayudan a vender acciones a un precio acordado, principalmente a inversores institucionales en un proceso elaborado fijado por los reguladores.

- *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC):*

- Idea:

→ Son entidades que no tienen un plan de negocio o propósito comercial específico (*blank cheque companies*). La finalidad de estas entidades es la adquisición de empresas *start-up* con el objetivo de conseguir una rentabilidad. Este tipo de entidades pueden salir a cotizar en el mercado desde un primer momento dada su finalidad como propósito especial de compra, es decir, con la intención de recaudar capital para la potencial adquisición de una *start-up*.

→ Así pues, tras la adquisición, la empresa *start-up* pasa a ser pública. Es decir, a pesar de mediar una adquisición en la operación, el crecimiento de la empresa es interno, toda la operativa tiene como resultado que una empresa salga a bolsa.

- Contexto histórico:

→ Antes de 2019 vehículo marginal para salir a bolsa.

→ En 2020 y a principios de 2021: La popularidad se ha disparado en un contexto volátil con mucha incertidumbre de las empresas de cuanto capital podían obtener tras salir a bolsa mediante IPO.

→ Desde abril de 2021 se ha reducido la fiebre de las SPACs y se ha producido una corrección del mercado a la baja.

- Valoración:

→ (+) Evita las desventajas del IPO: incertidumbre acerca del capital que se va a obtener, gastos del proceso, proceso largo...

→ (-) Menores requisitos de información que la IPO (no es algo que los reguladores vean con buenos ojos).

- Otros tipos de financiación:

- “Love money”<sup>38</sup>: Financiación de familia y amigos (allegados).

- *Crowdfunding*: Consiste en la financiación colectiva de un negocio o proyecto. Para ello, se publica una iniciativa en una plataforma (por lo general a través de Internet), proponiendo un objetivo de financiación durante un periodo de tiempo.

- *Leasing* o arrendamiento financiero: Consiste en un contrato para la financiación de los elementos de activo no corriente. Permite a las empresas disponer de elementos de activo no corriente (i.e. mobiliario o inmobiliario) a través de una institución arrendadora mediante el pago de un canon. La empresa tendrá derecho a utilizar el bien durante un plazo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien arrendado, devolverlo o renovar el contrato.

- *Factoring*: Consiste en un contrato mediante el cual una empresa con una serie de activos no cobrados en su cartera pide a una tercera parte liquidez a cambio de traspasar a esta tercera parte el derecho de cobro de esos activos.

---

<sup>38</sup> Muñoz Tavella, J. (2022). Love Money, definición y ventajas de la financiación de familia y amigos. AGICAP. <https://agicap.com/es/articulo/love-money/>