

Nuevo mapa de la financiación a pymes: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria

Irene Peña*

Garantizar que las pymes puedan acceder a diversas fuentes de financiación estable se ha definido como un elemento esencial para promover la inversión y el crecimiento económico en Europa. Las dificultades que las pymes europeas afrontaron durante la reciente crisis financiera para acceder a la financiación bancaria, en un contexto de fuerte contracción de la oferta crediticia y de reestructuración y recapitalización del sistema financiero, promovieron que numerosas fuentes de financiación alternativas al canal bancario, ya asentadas en otras economías como la estadounidense y accesibles para empresas de mayor tamaño, comenzaran a desarrollarse en Europa de manera más o menos espontánea y a encontrar un fuerte apoyo institucional. Por ello, potenciar los beneficios que los mercados de capitales y los intermediarios no financieros pueden reportar a la economía es uno de los principales objetivos de la Comisión Europea definidos en el plan de acción recientemente publicado sobre una unión de los mercados de capitales.

El canal de financiación tradicional de las empresas europeas ha sido la financiación bancaria, mientras que otras fórmulas que estarían más relacionadas con los mercados de capitales y la financiación a través de inversores han tenido un menor recorrido en el contexto de un sistema financiero eficiente y en un entorno de abundante liquidez que facilitaba el flujo de crédito. Por otro lado, el tamaño del tejido empresarial, compuesto en su mayoría por pymes, ha sido una barrera adi-

cional para el acceso de las empresas a fuentes alternativas de financiación.

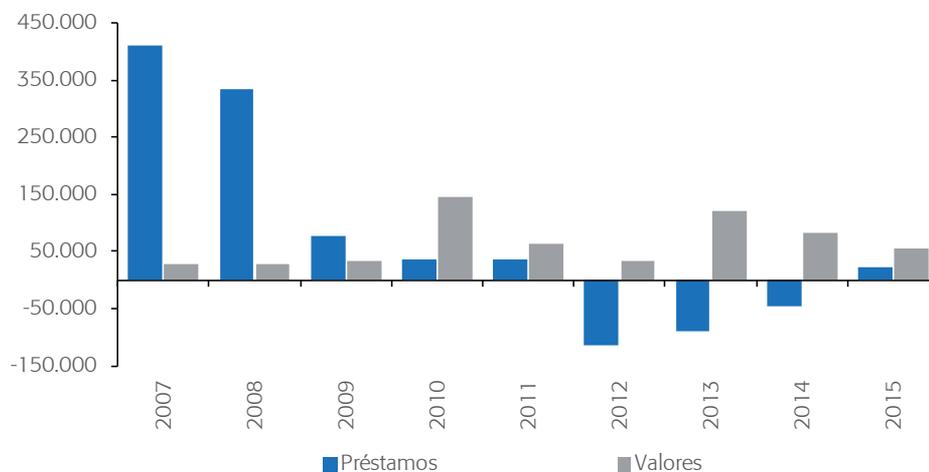
Con el estallido y desarrollo de la crisis parte de este paradigma de financiación se ha visto cuestionado y han comenzado a implantarse fórmulas de financiación alternativas dirigidas a distintos segmentos de empresas (gráfico 1). Este artículo persigue analizar el papel de estas alternativas de financiación en un contexto de reactivación del crédito bancario a las empresas.

* Afí.- Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Préstamo neto frente a emisiones netas de valores de empresas no financieras a largo plazo

(millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo, Afi.

Diversidad de fuentes de financiación alternativa en Europa

Según la literatura financiera, el ciclo de financiación de una empresa comienza normalmente con fondos propios aportados por el propio empresario y el apoyo económico de familiares y otros contactos cercanos. Posteriormente, la empresa accede a financiación bancaria, normalmente a corto plazo y, posteriormente, a préstamos a largo plazo para financiar sus operaciones de inversión. Cuando las características de la deuda alcanzan determinado tamaño aparecen otras fórmulas bancarias como los préstamos sindicados. Finalmente, cuando la empresa alcanza una madurez y tamaño suficiente comienza una nueva fase financiera con la capacidad de emitir acciones en mercados de capitales.

No obstante, durante la reciente crisis nuevas fórmulas de intermediación financiera se comenzaron a desarrollar a nivel europeo uniendo necesidades de financiación de las empresas con necesidades de los inversores. Estas fórmulas de intermediación financiera, que entrarían dentro de la categoría de "alternativas", por ser una alternativa a la tradicional financiación bancaria (si bien muchas

de ellas necesitan la interrelación con entidades financieras para su consecución), permiten acercar la base inversora a las diferentes fases de desarrollo de un negocio, potenciando con ello su capacidad de crecimiento (gráfico 2)

La financiación alternativa cubre aspectos muy similares a los de la financiación bancaria. Es decir, toman fondos de manera similar a como los bancos captan depósitos, asumen el riesgo de crédito de los prestatarios, pueden transformar vencimientos y se apalancan para financiar la inversión en activos. Sin embargo, su desarrollo permite diversificar riesgos al disminuir la exposición del sistema financiero a la economía real e, inversamente, reducir la dependencia de las empresas del sistema financiero.

Las fuentes de financiación alternativa pueden estar orientadas a la deuda o al capital y cubrir distintas necesidades de financiación para distintos tipos de negocio aportando otras ventajas para la empresa como pueden ser una mayor visibilidad, conocimientos financieros y de gestión, o mejores prácticas de gobierno corporativo y transparencia.

dato disponible— más de 5.500 millones de euros. Reino Unido es el país líder en este tipo de financiación, seguido de España, Rusia y Francia (véase el cuadro 1).

La segunda vía de obtención de capital para las empresas y, seguramente, la más importante, es la capitalización bursátil. La financiación de empresas no financieras a través de mercados de capitales es comparativamente reducida. Según datos de la Comisión Europea, de los 23 millones de pymes en Europa, aproximadamente solo 11.000 estarían listadas en un mercado oficial bursátil o en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), como puede ser el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en España.

Existen muchos factores culturales relacionados con una mayor aversión por parte de las empresas europeas que las estadounidenses a la participación de terceros en el capital —especialmente en las empresas de carácter familiar— y a hacerse públicas al cotizar en mercados, normalmente vinculados a las obligaciones de comunicación y transparencia.

Otros aspectos como los costes ligados a la emisión de acciones, preparación de documentación, tamaño de las empresas y creación de departamentos de relación con inversores han sido obstáculos tradicionales a la consolidación de este tipo de financiación. No obstante, la creación de plataformas de capital organizadas como el SMN ha demostrado su efectividad a la hora de

facilitar el acceso de empresas de reducida capitalización que buscan expandirse a los mercados de capitales.

La financiación de las empresas a través de los mercados de capitales es comparativamente reducida en Europa. De los 23 millones de pymes que hay en Europa, solo unas 11.000 estarían listadas en un mercado oficial bursátil o en un sistema multilateral de negociación como puede ser el MAB en España.

En España tenemos el ejemplo del MAB, creado en 2009 por Bolsas y Mercados Españoles y que ha permitido proporcionar 392 millones de financiación a empresas en expansión con una contratación media de 48,35 millones de euros en 2015.

Finalmente, en la dicotomía capital frente a deuda, la asimetría en el tratamiento fiscal de una y otra vía de financiación, favoreciendo tradicionalmente a la deuda ha tenido especial relevancia, y sigue siendo así, en la preferencia de la mayoría de empresas por la deuda y, en el caso de las empresas europeas, por la deuda bancaria (gráficos 3a y 3b). No obstante, tal y como se ha puesto de manifiesto durante la reciente crisis, un mayor endeudamiento conlleva una mayor debilidad de las empresas y una mayor exposición al ciclo económico.

Cuadro 1

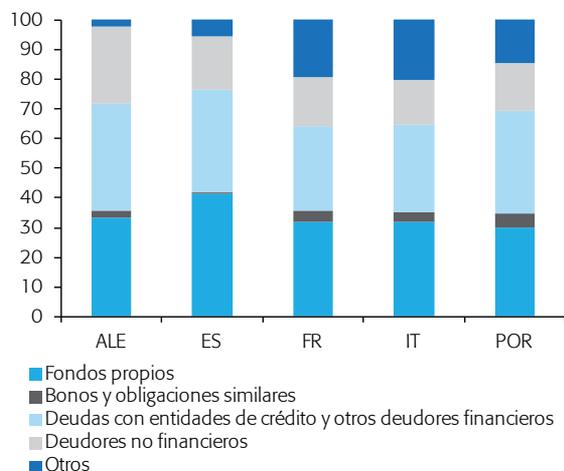
Business Angels en Europa, principales magnitudes

	Número Business Angels	Número empresas financiadas	Inversiones 2013 (M€)	Variación anual	Empleos creados	Financiación media por empresa (€)	Financiación media por BA (€)
Reino Unido	4.350	535	84,4	24%	2.354	157.754	19.402
España	2.520	245	54,6	-8%	1.485	235.102	22.857
Rusia	220	165	41,8	-	808	253.030	189.773
Francia	4.320	376	41,1	0%	1.807	109.176	9.502

Fuente: European Business Angel Network (EBAN), Afi.

Gráfico 3a

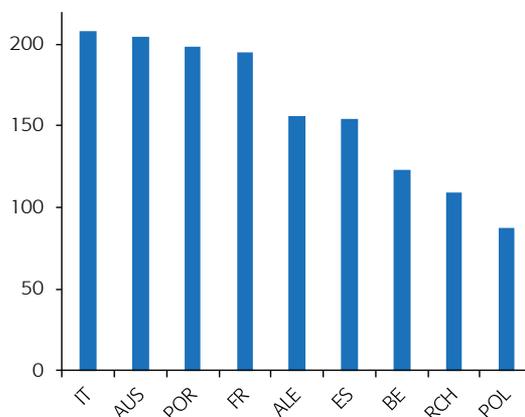
Composición pasivos. Empresas no financieras europeas
(porcentaje)



Fuente: Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH), Afi

Gráfico 3b

Proporción de deuda total frente a capital. Empresas no financieras europeas
(porcentaje)



Deuda y emisión de valores

En lo que se refiere a las alternativas de financiación apoyadas en deuda destacan dos grandes categorías: para empresas de menor tamaño fórmulas de *direct lending* (financiación directa a empresas) o las plataformas de financiación participativa de deuda (*debt crowdfunding*), y para empresas medianas el acceso a mercados alternativos de deuda corporativa (como puede ser el Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF) u oficiales de renta fija.

El *direct lending* está dirigido normalmente a empresas que cuentan con baja calidad crediticia para acceder a la financiación bancaria (por ejemplo, por un elevado endeudamiento o por problemas relacionados con el ciclo económico) y que, por tanto, ofrecen una rentabilidad extra a los inversores.

Dentro de la categoría de financiación directa a empresas se encuentran las colocaciones privadas o *private placements*. Los *private placements* son

una alternativa a las emisiones públicas de deuda y a los préstamos sindicados, en la que los fondos se obtienen de inversores cualificados contactados de forma individual o en grupos reducidos.

El mercado más importante de *private placements* es el estadounidense (USPP) con un volumen de emisión anual próximo a los 40.000 millones de dólares. En Europa los mercados de *private placements* están mucho más fragmentados, si bien existe una iniciativa por parte del sector¹ y que cuenta con el apoyo de la Comisión Europea en su proyecto de Unión de los Mercados de Capitales² (UMC), para desarrollar un mercado paneuropeo de *private placements*. De forma global, este mercado estaría proporcionando en Europa en torno a 15.000 millones de financiación a las empresas.

Entre las mayores ventajas de los *private placement* se encuentran el importe y los elevados plazos de financiación, que pueden superar los diez años. Por otro lado, al ser una colocación privada no existen requisitos de publicación de información ni de registro y aprobación de las emisiones.

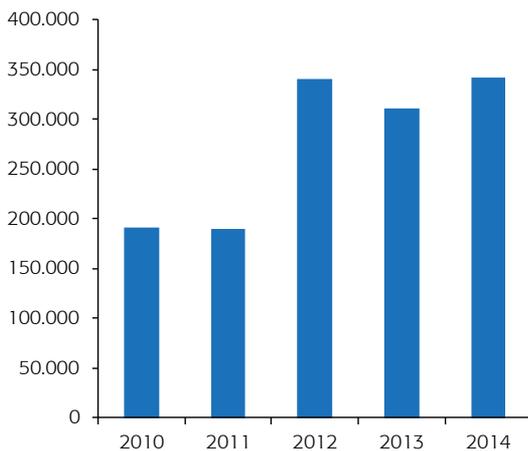
¹ International Capital Market Association (ICMA), Pan-European Private Placement Working Group.

² Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), COM(2015)468, publicado el 30 de septiembre de 2015.

Finalmente, en lo referente a los mercados de deuda, al igual que ocurría con las salidas a bolsa, ha sido un instrumento de financiación tradicionalmente limitado a empresas de gran tamaño con necesidades de financiación suficientes para cubrir los volúmenes de emisión de referencia o *benchmark* de los mercados. Sin embargo, el desarrollo de mercados alternativos de deuda corporativa ha permitido el acceso de empresas medianas a la emisión de valores. Este es el caso de mercados como el MARF, creado a finales de 2013 en España y que sigue el ejemplo de otros referentes europeos como el Nordic ABM Noruego, BondM alemán, Alternext francés y Países Bajos, o el Extramot italiano.

En un entorno de bajos tipos de interés, un número creciente de empresas no financieras europeas han realizado emisiones de valores, registrándose en 2014 un volumen de emisión próximo a los 350.000 millones de euros (prácticamente el doble que en 2008). Destaca, dentro de las emisiones registradas, la importancia de las emisiones inaugurales (realizadas por empresas que participaban por vez primera en los mercados de capitales), tanto entre las grandes empresas como entre empresas medianas que han participado en mercados alternativos (gráficos 4a y 4b).

Gráfico 4a
Nuevas emisiones anuales de empresas no financieras en Europa occidental
 (millones de euros)



Fuentes: Dealogic, Bloomberg, Afi.

Además del contexto de tipos de interés, en términos generales las emisiones de deuda ofrecen mayor flexibilidad para las empresas, en lo referente a compromisos asumidos, que la deuda bancaria, pueden alcanzar plazos más elevados y son frecuentes las estructuras de amortización *bullet* o a vencimiento. Por su parte, las finalidades a cubrir con la emisión de deuda pueden ser muy diversas y, al tratarse de emisiones públicas, deben ser comunicadas a los inversores y al mercado.

Por su parte, los mercados alternativos de deuda corporativa, ofrecen de manera flexible una enorme gama de oportunidades de financiación para la empresa a través de las instrumentación de distintos tipos de emisiones que permiten definir plazos, tipo de amortización, garantías y *covenants* o compromisos asumidos por el emisor.

Los mercados alternativos de deuda corporativa se clasifican como no regulados, aunque su gestión depende de un mercado oficial. En el caso del MARF está gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Además, se organizan como sistemas multilaterales de negociación (SMN), lo que permite dotarlos de mayor flexibilidad y establecer reglas y procedimientos diseñados a medida de las empresas que participan en ellos.

Gráfico 4b
Vida media y TIR media de las emisiones de deuda corporativa
 (años y porcentaje)

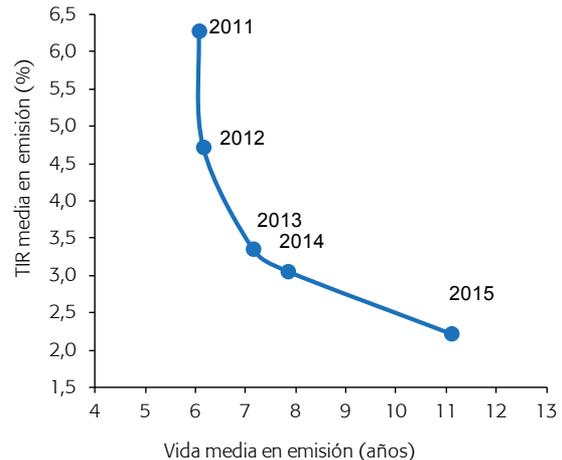


Gráfico 5

Relación de instrumentos de financiación para las empresas

	Financiación tradicional	Financiación alternativa
Deuda 	<ul style="list-style-type: none"> • Préstamos sindicado • Préstamo bancario a largo plazo • Línea de crédito • Descuento comercial • Financiación comercial 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Direct lending</i> (o préstamos <i>peer to peer</i>) • Financiación participativa de deuda (<i>debt crowdfunding</i>) • Emisiones de renta fija en mercados oficiales o alternativos
Capital 	<ul style="list-style-type: none"> • Familiares y amigos • Fondos propios socios 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital riesgo • <i>Business Angels</i> y financiación participativa de capital (<i>equity crowdfunding</i>) • Emisión de acciones en mercado continuo o alternativo

Solo en el MARF se han registrado hasta la fecha 22 emisiones por parte de 17 emisores,

El éxito final del MARF y el resto de mercados alternativos de deuda corporativa dependerá de su profundidad y liquidez. Además, la información y la transparencia de las compañías será un elemento fundamental para combatir los obstáculos relacionados con el menor tamaño de las empresas y de las emisiones.

facilitando un volumen total de financiación del entorno de los 1.600 millones de euros y con un tipo de interés medio en las emisiones de bonos y obligaciones del 5,6% a plazos que van desde los 5 a los 25,5 años.

Finalmente, como se ha mencionado anteriormente, la principal ventaja de estos mercados es que permite el acceso a empresas de tamaño mediano y con distintas necesidades de financiación. Así, por ejemplo, en el MARF de existe una enorme diversidad entre las empresas emisoras de bonos, con un tamaño medio del balance de entre 765 y 32 millones de euros y unos ingresos de explotación de entre 17 y 38 millones de euros.

Sin embargo, el éxito final del MARF y el resto de los mercados alternativos de deuda corporativa dependerá de la profundidad y la liquidez del mercado. Una baja liquidez puede afectar a los precios de los bonos y hacer que esta alternativa de financiación no resulte atractiva ni para las empresas, que tenderán a seguir dependiendo de la financiación bancaria, ni para los inversores, que se enfrentarían a una mayor volatilidad y a compras *buy and hold*. Además, la homogeneidad en la información y la transparencia de las compañías será un elemento fundamental para combatir los obstáculos relacionados con el menor tamaño de las empresas y de las emisiones.

Financiación bancaria

Como se ha comentado con anterioridad, los países europeos presentan un alto nivel de bancarización. Medido en términos de PIB, los activos bancarios representan en torno a un 300% del PIB de la UE frente a un peso aproximado del 60% en EE.UU. En este sentido, la deuda bancaria representa en Europa en torno a un 30% del pasivo total de las pymes, mientras que en EE.UU. este porcentaje se reduciría a menos del 10%.

Tras el severo proceso de ajuste atravesado por el sector financiero a raíz de la crisis y los esfuerzos dirigidos a sanear sus balances y fortalecer

sus niveles de capital para adaptarlos a los nuevos requisitos regulatorios, desde finales de 2013 se observa una mejora no sólo en los volúmenes de financiación bancaria a empresas sino también en las condiciones aplicadas (como plazos y tipos de interés).

No obstante, aunque actualmente la mayoría de pymes podrían acceder a la financiación bancaria, los nuevos retos a afrontar por el sector y la amenaza de futuros *shocks* financieros hacen necesario que se consolide una tendencia hacia cierta diversificación que permita que, ante nuevos *shocks* financieros, las empresas puedan contar con una estructura de capital sólida y otras alternativas de acceso al crédito que no limiten su actividad.

En este sentido, cabe destacar que parte de la recuperación en la concesión de nuevo crédito se ha visto favorecida por el contexto de liquidez propiciado por las medidas extraordinarias introducidas por el Banco Central Europeo (BCE) precisamente con este propósito.

Según se recoge en la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España, la mayoría

de entidades tanto europeas como nacionales han participado en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) del BCE del primer trimestre de 2015 con el propósito de utilizar los fondos obtenidos, fundamentalmente, para la concesión de préstamos a empresas y para sustituir otras operaciones de liquidez del Eurosistema.

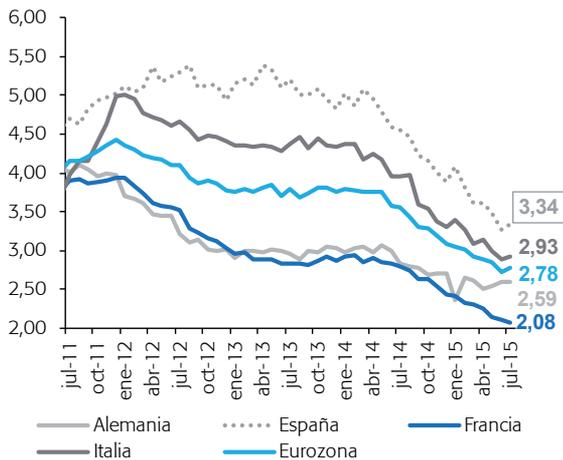
En el caso de las pymes, se considera necesario que se consolide la tendencia hacia una cierta diversificación de la financiación que les permita contar con una estructura de capital sólida y otras alternativas de acceso al crédito que no limiten su actividad en el caso de futuros shocks financieros.

No se puede descartar que la retirada de estos estímulos –que no hay que olvidar son de carácter extraordinario y no permanente– y los requerimientos exigidos por la nueva normativa macroprudencial tengan efectos en la oferta de crédito en el medio plazo. En efecto, la rentabilidad (ROE) del sector bancario se ha reducido drásticamente en los últimos años fundamentalmente por las

Gráfico 6a

Tipos de interés de los préstamos a pymes

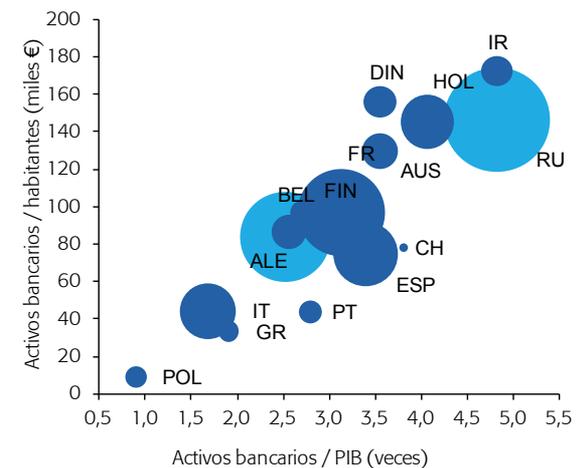
(menos de un millón de euros, %)



Fuentes: BCE, Eurostat, Bach database, Afi.

Gráfico 6b

Nivel de bancarización de los principales países europeos



mayores exigencias de capital (en el caso español del 12,1% al 5,3% en seis años). Esto puede dar lugar a un encarecimiento del crédito que estará muy relacionado, entre otros aspectos, con la evolución de los tipos de interés y con la capacidad de acceso por parte de las entidades a los mercados financieros mayoristas.

Cabe destacar que un eventual encarecimiento del crédito afectaría en mayor medida a las empresas de menor tamaño (micropymes), que representan en torno a un 90% del total de empresas, y para las que existen mayores barreras para el acceso a fuentes de financiación alternativa y que inevitablemente continuarán necesitando la financiación bancaria para su operativa.

En este sentido, además de facilitar el acceso de las empresas a los mercados de capitales es fundamental garantizar la liquidez de los instrumentos de *funding* de las propias entidades de crédito, especialmente los relacionados con los mercados de financiación mayorista, y, al tiempo, fomentar el uso de colateral pyme con el objetivo de canalizar el nuevo crédito a las empresas.

Contemplando estos aspectos, junto al Plan de acción de la unión de mercados de capitales (UMC), la Comisión Europea publicó dos iniciativas complementarias relacionadas con la titulización (consistente en dos propuestas legislativas) y los bonos garantizados (una consulta o *Green paper*).

La titulización permite a las entidades utilizar los mercados de capitales para financiar sus carteras (normalmente de préstamos a la vivienda, al consumo y a pymes), sin embargo desde el estallido de la crisis, las emisiones de titulización se han reducido drásticamente y actualmente presentan un bajo nivel de desarrollo. Con las dos nuevas propuestas legislativas presentadas se pretende crear un mercado de titulizaciones de "alta calidad" (simples, transparentes y estandarizadas) que permita recuperar la fiabilidad del instrumento y mejorar su tratamiento regulatorio actual con el fin de incentivar su uso.

Por otro lado la Comisión Europea pretende reducir la fragmentación y las ineficiencias del mer-

cado de bonos de garantizados. Asimismo, en el caso de los bonos garantizados, caracterizados por tener doble recurso al emisor y que han demostrado ser un instrumento de *funding* estable en período de crisis, se plantean nuevas posibilidades como la de contemplar otros tipos de colaterales como son los préstamos a pymes.

Conclusiones

Más que un enfrentamiento entre la financiación bancaria y las fuentes de financiación alternativas, cada vez se hace más evidente la complementariedad entre ambas vías de financiación.

Las entidades financieras seguirán siendo fundamentales para atender a una parte significativa de la demanda de crédito, especialmente aquella relacionada con las pymes pequeñas y micro. Asimismo, por el papel clave que las entidades financieras seguirán manteniendo, es importante que estas cuenten con herramientas de *funding* estables y a largo plazo tratando de evitar, en la medida de lo posible, disfunciones como las observadas durante la reciente crisis.

Por otro lado, es importante crear en las empresas una conciencia sobre la importancia del capital y sobre las ventajas, en términos de crecimiento y de creación de valor de una empresa, de la entrada de terceros en el capital que otorguen liquidez a la empresa a cambio de acciones. En este sentido existen distintas fórmulas accesibles tanto para empresas más pequeñas en expansión (*equity crowdfunding, venture capital*) como para empresas de mayor tamaño y potencial crecimiento (MAB, capital riesgo).

Finalmente, en lo relativo a la composición de la deuda, las empresas deben entender que existen diferentes proveedores de fondos en el mercado y la importancia de diversificar entre distintas fuentes de financiación con el fin de evitar dependencias excesivas y optimizar la estructura de la deuda. Si bien la financiación bancaria seguirá siendo determinante, mercados como el

MARF crean una oportunidad para las empresas medianas de acceder a los mercados de capitales a través de la emisión de valores y beneficiarse de aspectos tales como la financiación a largo plazo y la visibilidad y reconocimiento de la empresa.

Cambiar la mentalidad de las empresas europeas en lo relativo a la financiación alternativa es un camino lleno de obstáculos y desafíos. El

tamaño medio en Europa de las pymes es, al mismo tiempo, la principal barrera que encuentran las empresas para atraer capital y deuda no bancaria, y la motivación principal para impulsar un cambio en su modelo de financiación que garantice un mayor crecimiento y estabilidad económica. A este respecto, el progreso y los logros futuros alcanzados por el proyecto de una unión de mercados de capitales serán determinantes.