



ECONOMÍA

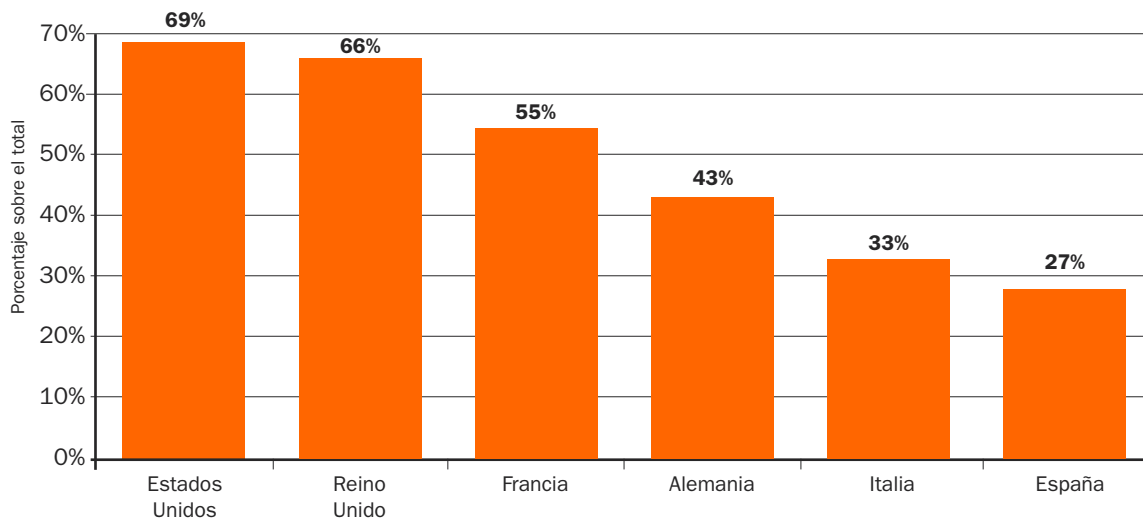
ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Recursos de las empresas ante la restricción crediticia

Juan José Cano, Beltrán Romero y Gonzalo Montes son, respectivamente, socio y directores de KPMG Transactions and Restructuring

GRÁFICO 1.

Media de los años 2000 a 2010 del peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario



Fuente: CNMV y Bancos Centrales

1. Introducción. Antecedentes y situación actual

La financiación de las empresas españolas ha estado basada tradicionalmente en financiación bancaria. En términos comparativos el peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario suponía el 27% de media en España frente a un 69% de EEUU o un 55% de Francia.

Esta situación se vio acrecentada con anterioridad al comienzo de la crisis económica actual, debido a la elevada liquidez existente como consecuencia de la alta confianza en el correcto funcionamiento de los mercados financieros internacionales que facilitaba la obtención de financiación bancaria a las empresas españolas.

En un entorno económico caracterizado por los bajos tipos de interés existentes y exceso de liquidez, las empresas acometían sus proyectos de inversión y crecimiento apoyados en un elevado nivel de apalancamiento financiero y con unos plazos de devolución no siempre acompañados a la generación de caja esperada por las inversiones.

La crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos puede considerarse como el inicio de la crisis económica actual, tras el rápido contagio de este efecto a nivel mundial, que provoca una situación de recesión global de los mercados financieros. En este sentido, las condiciones de acceso a la financiación bancaria cambiaron sustancialmente hacia un entorno adverso que desde entonces afecta claramente a las empresas privadas españolas:

- Se produce una subida de los tipos de interés y de los diferenciales de los distintos instrumentos financieros.
- Se reducen los plazos de devolución de las deudas contratadas acompañados de la no renovación de financiación históricamente disponible por las empresas (esto es, pólizas de crédito, líneas de descuento, etc.).

“La crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos puede considerarse como el inicio de la crisis económica actual, las condiciones de acceso a la financiación bancaria cambiaron sustancialmente hacia un entorno adverso”



- Se produce un endurecimiento de los requisitos y condiciones exigidos por las entidades para la concesión de la financiación.

Este nuevo entorno de obtención de financiación bancaria, que tiene su comienzo en 2008, se ve empeorado aún más en ejercicios sucesivos por las acusadas caídas del PIB, el incremento de la tasa de morosidad derivada del aumento de la tasa de desempleo, la crisis de la deuda soberana, que se traduce en la alta volatilidad de la prima de riesgo, el estallido de la burbuja inmobiliaria, el deterioro de los *rating* soberanos y el empeoramiento de las finanzas públicas por el aumento del déficit.

Todo lo anterior se traduce en la dificultad de los bancos españoles para acceder a los mercados de financiación mayoristas más importantes, debido a la práctica parálisis y al colapso de algunos de ellos, incluyendo los interbancarios, los de titulizaciones y varios segmentos no organizados de los mercados de financiación a muy corto plazo, lo que conlleva mayores limitaciones y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria por parte de las empresas privadas españolas.

El mapa de la situación actual en la búsqueda y acceso a la financiación bancaria por parte de las empresas españolas se puede resumir en los siguientes puntos:

- Escasa liquidez en los mercados internacionales, que conlleva una importante lucha de las entidades financieras españolas por la captación de pasivo, al no poder obtener financiación en los mercados mayoristas.



“La búsqueda y obtención de financiación se ha convertido en un componente estratégico para las empresas españolas y no en algo transitorio”

- Imposición de restricciones crediticias y exigencias regulatorias a las entidades financieras, que provocan un encorsetamiento de la financiación concedida a largo plazo y una drástica reducción de la financiación concedida a empresas.
- Necesidad por parte de las empresas españolas de buscar financiación para el crecimiento reflejado en sus planes de negocio, puesto que en los ejercicios anteriores a la crisis económica algunos de estos planes eran autofinanciados con la caja generada por el propio negocio, acudiendo a la financiación bancaria para acometer compras corporativas (crecimiento inorgánico).
- Mayor competencia de las empresas españolas por los escasos recursos bancarios disponibles, con implicaciones directas en el encarecimiento de los tipos de interés y de las comisiones, exigencia de garantías adicionales, plazos de devolución más cortos, limitaciones en los importes concedidos, etc.

Ante esta situación, las empresas españolas se ven obligadas a dedicar mayor tiempo y recursos a la preparación del “caso”, planificando la obtención y estructura de la financiación necesaria para el desarrollo de su negocio, especificando y detallando tanto el motivo como el destino de la financiación requerida y, por último, preparando la documentación soporte necesaria para la concesión de la financiación por parte de las entidades financieras.

Ante esta dificultad de obtención de financiación bancaria, las empresas españolas se ven obligadas a acudir a vías alternativas de financiación que, si bien muchas de ellas ya existían con anterioridad a la crisis, no eran utilizadas en numerosas ocasiones por las empresas que, dada la elevada liquidez existente en

el mercado, acudían a financiarse de forma “tradicional”, esto es, recurriendo casi exclusivamente a las entidades financieras.

Adicionalmente, el Estado español, en el Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera (“MOU” del rescate del sistema financiero español), a luz de la elevada dependencia histórica de la economía española de la financiación bancaria, se comprometía a implantar medidas para fomentar la intermediación no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el Capital Riesgo. En este sentido, se han tomado una serie de medidas encaminadas a la búsqueda de este objetivo, principalmente en ámbito de desarrollo del Capital Riesgo y el Mercado Alternativo Bursátil.

De todo lo anteriormente expuesto, se puede concluir que, en la actualidad, la búsqueda y obtención de financiación se ha convertido en un componente estratégico para las empresas españolas y no en algo transitorio, debiendo considerar este aspecto como crítico en la elaboración de sus planes estratégicos futuros para acometer el crecimiento previsto en los mismos.

2. Fuentes de financiación alternativas

La menor disponibilidad de recursos bancarios, comentada anteriormente, obliga a las empresas privadas españolas a buscar fuentes de financiación alternativas a los recursos bancarios tradicionales. A continuación se enumeran, de forma breve, algunas de estas modalidades, incluyendo asimismo la bancaria:

- **Entidades financieras.** Considerada como la fuente tradicional de obtención de recursos en la que se han apoyado siempre la mayoría de las empresas españolas para financiar su desarrollo y crecimiento.



“Los bonos *high yield* o bonos de alto rendimiento, han proliferado en los últimos años debido al deterioro de la calificación crediticia de las compañías”

- **Value investors, “proveedores de fondos” y fondos oportunistas:** Inversores profesionales que buscan un mayor retorno que la banca tradicional. Su aportación de fondos puede venir a través de una inversión directa en el capital de la sociedad, a través de compra de parte de la deuda de la misma o por medio de su participación en tramos de deuda financiera senior o subordinada.
- **Mercado de bonos y *high yield* (renta fija):** El mercado de bonos constituye una alternativa de financiación cada vez mas utilizada por las compañías. Los bonos *high yield* o bonos de alto rendimiento, han proliferado en los últimos años debido al deterioro de la calificación crediticia de las compañías. Este tipo de bonos ofrece a cambio elevadas rentabilidades a los inversores.
- **Capital riesgo y *Family Offices* (socios financieros).** Determinadas sociedades, denominadas capital riesgo y/o *Family Offices*, invierten con carácter temporal en el capital de otras sociedades.
- **Mercado Alternativo Bursátil - Segmento Empresas en Expansión (MAB-EE).** Permite captar fondos de accionistas minoritarios que invierten en el capital de determinadas sociedades de reducida dimensión y que no condicionan la gestión del negocio.
- **Ayudas públicas.** Concesión de subvenciones a fondo perdido, préstamos participativos, avales, bonificaciones de tipos de interés de préstamos, etc.
- **Mercado Alternativo de Renta Fija para PYMES.** Incluido en la Hoja de Ruta del Gobierno dentro del Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor de 20

de febrero de 2013, tratándose de un mecanismo que permitirá a las empresas pequeñas y medianas el acceso a la financiación privada en los mercados de capitales (bonos y pagarés de empresa). Es un mercado que actualmente se encuentra en fase de desarrollo en España y que está funcionando de forma satisfactoria en países como Alemania y Japón.

3. Entidades financieras

La financiación a corto plazo, mediante líneas de crédito, *factoring* (con o sin recurso a la empresa), líneas de descuento, etc., para la financiación del circulante era la financiación más extendida para cubrir las necesidades financieras del día a día del negocio (máxime en negocios con amplios periodos de cobro). En este tipo de financiaciones es de vital importancia la calidad crediticia de los clientes (los cuales han sufrido asimismo un deterioro de la misma), por lo que las entidades financieras han aumentado las restricciones a la hora de conceder este tipo de financiación, a pesar de contar con un doble recurso (a la compañía y al cliente) en casos de *factoring* con recurso.

Respecto a la financiación a largo plazo, mediante préstamos bancarios, titulizaciones, etc., se han restringido con mayor rigor que la financiación a corto plazo, en parte debido a las limitaciones de los importes concedidos (límite de concentración de riesgo en una entidad y menor apalancamiento permitido a las entidades financieras por normativa), al deterioro de la calidad crediticia de las empresas y al encarecimiento de la financiación interbancaria; adicionalmente se han endurecido las condiciones de financiación, reduciendo plazos de financiación, exigiendo mayores garantías y colaterales e incrementando el precio, como previamente se ha comentado.

En todo caso, la financiación bancaria, continúa siendo la manera de financiación más habitual, sobre todo en aquellos casos en los que se tiene que refinar la deuda, y los bancos ya mantienen posiciones en la compañía. Esta

financiación puede ser a través de bilaterales (aquellos préstamos en los que el interlocutor es una sola entidad financiera) o sindicato de bancos (operaciones que, por su tamaño o riesgo, se llevan a cabo entre varias entidades financieras. A modo de ejemplo se suelen financiar: deuda corporativa, reestructuración de balance, refinanciamientos, capex, financiación de fusiones y adquisiciones, proyectos *project finance*, financiación de activos (*tax lease, factoring, sale and lease back*). Estos préstamos sindicados suelen ser para empresas con un elevado volumen de negocio y con necesidades de financiación más estructuradas (*Taylor made*).

En el caso de la financiación de proyectos en el que el plazo de financiación se adecuaba en gran medida a la vida del activo subyacente (por ejemplo, a la duración de la concesión administrativa), ahora también resulta más complicada de obtener. Los escasos proyectos que existen (debido a la escasez de recursos de la Administración Pública) y el escaso apetito inversor hacia este tipo de financiación (derivada del cambio de normativa en algunos sectores y de retribución en proyectos energéticos) hacen que la financiación sea de corta duración (entre 5 a 7 años), asumiéndose en la estructura un riesgo elevado de refinanciación a vencimiento y con una mayor aportación de recursos propios por parte del inversor.

La financiación tradicional se ha dividido, básicamente, en dos alternativas: financiación propia y financiaciones ajenas. Sin embargo, en los últimos años, y cada día con mayor auge, han ido apareciendo productos de financiación híbrida, los cuales tienen características de ambas fuentes de financiación.

En este sentido, el concepto tradicional de deuda está cambiando cada día más con la inclusión en el mundo de la financiación de actores diferentes, los cuales aportan fondos que tienen características de ambos mundos, como son la deuda convertible en acciones, préstamos con capitalización de intereses que pueden ser convertidos en préstamos participativos, etc.

Por todo ello, las empresas que necesitan financiación, principalmente a largo plazo, tanto para refinanciar vencimientos de deuda como para inversiones en mantenimiento o expansión, están recurriendo a vías alternativas de financiación, y los empresarios/directivos deben conocer estos productos y su impacto, en caso de utilizarlos, en la cuenta de resultados, generación de caja y en el valor futuro de la compañía.

4. *Value investors*, “proveedores de fondos” y fondos oportunistas

Recientemente, están apareciendo nuevos fondos (u otros reconvertidos, como antiguos fondos de deuda *mezzanine*) que pueden mostrar interesantes vías de financiación diferentes a las bancarias, muy flexibles en su estructura de capital y por su pronta respuesta a las compañías si están interesadas en financiar.

Estos fondos son flexibles para invertir en la estructura de capital, pudiendo entrar en el capital, o en cualquier tipo de deuda, es decir, pueden aportar deuda senior (deuda que generalmente conceden las entidades financieras y de mayor prelación en el cobro) o productos subordinados (*junior*, *mezzanine*¹, convertible en acciones, etc.), con diferentes precios, dependiendo del sector, calidad crediticia de la compañía, etc.

Estas fuentes de financiación pueden utilizarse en refinanciaciones, para financiar inversiones y/o crecimiento de las compañías, o incluso para realizar un pago extraordinario de dividendos.

El calendario de pago puede ser igualmente flexible, *bullet*² (pago del 100% de principal a vencimiento) o mediante un calendario de amortización establecido.

¹ Un tipo de deuda subordinada a la deuda senior

² Todo el principal se paga al vencimiento de la operación.



“Los fondos oportunistas están cada vez más abiertos a entrar en operaciones de financiación de empresas, con elevados retornos, pero aportando ‘dinero nuevo’”

Así mismo, pueden incluir condiciones que permitan convertir parte de la deuda en acciones.

Igualmente, existen algunos fondos que aportan lo que se denomina “tramos Unitranche”, que consisten en una estructura de capital única a un coste medio de lo que supondría la deuda senior más la deuda subordinada.

Esta alternativa, como es lógico, tiene un precio más elevado que la tradicional financiación bancaria, pudiendo oscilar entre el 11% y el 16% para productos de deuda (cuando entran en el capital, el retorno exigido suele ser bastante más elevado). Sin embargo, estas estructuras de capital pueden permitir a la compañía acompañar su generación de caja con los pagos obligatorios de principal e intereses.

A modo de ejemplo, si tuviéramos una compañía que inicialmente no genera mucha caja, pero que sin embargo en el futuro su valor pudiera aumentar considerablemente gracias a la aportación de fondos nuevos, podría fijar un cupón fijo de, por ejemplo, un 6% por una porción de la deuda y una capitalización de intereses (PIK). Con esta estructura, el accionista actual comparte el valor futuro de la sociedad con el fondo, derivado de la capitalización de intereses (aumento del principal de la deuda y, por tanto, diluye indirectamente la posición del accionista) o, en su caso, de potenciales conversiones de parte de la deuda en capital.

Los fondos oportunistas, que en los últimos años han buscado comprar deuda con elevados descuentos en el mercado secundario, están cada vez más abiertos a entrar en operaciones de financiación de empresas, con elevados retornos, pero aportando “dinero nuevo”, además de refinanciar parte de la deuda, permitiendo

que la compañía financie o acometa sus inversiones para continuar con su crecimiento. Las potenciales estructuras serían parecidas a las que se han comentado con anterioridad. En todo caso, estos fondos, en relación a estas opciones de financiación, todavía no están siendo especialmente activos, buscando en general inversiones muy oportunistas en compañías en situación de *distress*.

Por el lado de la dirección y/o accionistas, dado el restringido acceso al crédito, deberían fijarse cada vez más en estas alternativas de financiación, preguntándose ¿cómo se va a incrementar el valor de la compañía gracias a esta inyección de fondos comparado con el mayor coste de la financiación? ¿Qué otras alternativas tengo?

Por todo ello, es previsible que estos actores vayan a ser necesarios y/o complementarios a la financiación tradicional, para permitir el crecimiento de las compañías o refinanciar la deuda actual, y, a pesar de su elevado coste, pueden ser una buena oportunidad de desarrollar negocios e incrementar el valor de la compañía. Tan solo hay que encontrar estructuras que sean beneficiosas para todas las partes implicadas.

Por otro lado, uno de los inconvenientes es que los importes mínimos suelen ser entre 15/20 millones de euros, dejando fuera a muchas Pymes españolas, y algunos fondos solamente entran en compañías en las que algún accionista es una empresa de capital riesgo.

5. Bonos y mercado *high yield*

El mercado de bonos es una alternativa cada vez más utilizada por las empresas españolas ante las necesidades de liquidez. El mercado europeo, menos desarrollado que el americano, ha experimentado un crecimiento notable desde 2009, y hoy en día, a pesar de la volatilidad del mercado y al hecho de que las ventanas



“Otra forma alternativa de financiación son las colocaciones privadas en el mercado estadounidense (‘USPP market’)”

de oportunidad no siempre estén disponibles, puede representar casi el 50% de las nuevas emisiones de deuda a nivel continental.

Los inversores suelen ser fondos especializados que buscan rentabilidades más atractivas que otros productos de renta fija tradicionales, así como inversores institucionales tales como aseguradoras y fondos de pensiones.

Las ventajas de este tipo de productos son: acceso a mayores niveles de apalancamiento que lo que puede facilitar el actual mercado de financiación bancaria, fuente alternativa de fondos en refinanciaciones, *covenants*³ menos estrictos, mayor plazo (7-10 años), así como alta liquidez y posibilidad de incrementar su importe con flexibilidad en un tiempo relativamente corto. En definitiva, accedes al mercado y te conviertes en una empresa con capacidad de continuar levantando fondos.

Por el contrario, el tipo de interés suele ser mayor, requiere un *rating* y un tamaño de emisión mínimo (alrededor de los 175 millones de euros, dejando fuera a muchas compañías españolas), requisitos de *reporting*/transparencia para inversores mayor que en la financiación bancaria y, en determinadas ocasiones, tiene un coste de cancelación durante los primeros años que dota de mayor rigidez a la estructura de financiación.

³ Los contratos de préstamos/bonos suelen incluir una serie de cláusulas financieras denominadas *covenants* y cláusulas legales que el prestatario debe cumplir durante la vida del préstamo.

Los *covenants* financieros están vinculados con la capacidad de endeudamiento de la compañía. De esta forma, con la inclusión de estas cláusulas, las entidades financieras persiguen que su cliente no incremente su endeudamiento por encima de los niveles que estas entidades consideran adecuados. En cierta manera, es para que la calidad crediticia del cliente no empeore considerablemente durante la vida de la operación.

Así, en 2012 y 2013, como consecuencia de las sucesivas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales y a la escasez de inversiones con retornos atractivos y unos mínimos estándares de seguridad, las compañías que gozan de un *rating* de “*investment grade*” (es decir, compañías con un *rating* mínimo de BBB-/Baa3 según Standard&Poors o Fitch/Moody’s), han realizado en el último año varias emisiones de deuda con dos objetivos principales: (i) refinanciar la abultada deuda de su balance a mayor plazo de lo que le concederían las entidades financieras mediante la financiación tradicional y (ii) acumular caja anticipándose a necesidades futuras, aprovechando el apetito inversor y ante la incertidumbre del cierre de las ventanas de financiación en el mercado debido a la volatilidad existente.

Las compañías que no gozan de “*investment grade*” han encontrado en el mercado *high yield* una forma de refinanciar su deuda e incluso conseguir financiación adicional para la viabilidad de su empresa. Los inversores de este mercado consiguen una prima extra de rentabilidad a cambio de un mayor riesgo en el retorno del principal aportado, pero con un grado de subordinación moderado o inexistente. En general buscan empresas no cíclicas y con al menos el 50% de su negocio generado fuera.

Sin embargo, si bien ha constituido a lo largo de 2013 una importante fuente de financiación, la volatilidad inherente al mercado actual hace que los momentos de accesibilidad al mismo sean aprovechados al máximo por las compañías, habiendo una alta competencia por lanzar estos bonos y pudiendo haber exceso de oferta en algunos momentos.

Desde comienzo de 2013 se han realizado emisiones de bonos *high yield* de compañías europeas (Western Europe) por importe de 32.901 millones de euros, de los cuales un 5% correspondieron a empresas españolas. El principal incremento de emisiones *high yield* en Europa se produjo en 2010, cuando prácticamente se doblaron los volúmenes del año anterior, y a partir de entonces se han mantenido en niveles similares (Fuente: Dealogic).

Frente a las restricciones a la capacidad de las entidades financieras europeas para conceder financiación cada vez más utilizada, otra forma alternativa de financiación son las colocaciones privadas en el mercado estadounidense (“USPP market”). Esta vía de financiación consiste en la colocación de la deuda, generalmente senior o en igualdad de condiciones de garantías que la deuda ya existente en la Compañía, si la hubiera, a un grupo de inversores estadounidenses (compañías de seguros y fondos de pensiones principalmente) y tiene la ventaja respecto a la emisión de bonos en que no es necesaria la obtención de un *rating* público, así como de flexibilidad en cuanto al volumen de emisión, siendo el mínimo aproximadamente de 20 millones de dólares, permitiendo, de esta manera, el acceso a empresas de tamaño mediano. Así, la utilización de esta vía por compañías europeas ha aumentado, llegando a significar en torno a un 37% del mercado de USPP.

Es necesario resaltar que, aunque esta vía de financiación presenta numerosas ventajas en el entorno actual, resta flexibilidad a decisiones futuras de financiación de la compañía, puesto que la vocación de este tipo de financiadores es de permanencia a largo plazo, suponiendo un coste considerable la decisión de la compañía de repagar la deuda anticipadamente en caso de que cambien las condiciones de mercado y surgiesen oportunidades de financiación con menor coste.

6. Capital riesgo

El capital riesgo es una actividad financiera por la cual determinadas entidades invierten, con carácter temporal, en el capital de otras empresas. Dicha temporalidad está normalmente relacionada con la realización de una determinada inversión o proyecto que conlleva un cierto riesgo, de forma que esa incertidumbre sobre la inversión hace que el capital riesgo sea una actividad preferentemente reservada a inversores profesionales dispuestos a asumir el riesgo, o también a determinados entes públicos que por razones estratégicas pueden estar interesados en fomentar un sector industrial en concreto. Es habitual que los inversores apalanquen

“Las sociedades de capital riesgo participan generalmente en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores”



una parte de la operación con financiación bancaria, por lo que en el entorno económico actual este tipo de inversiones puede verse limitada.

Las sociedades de capital riesgo participan generalmente en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

El capital riesgo realiza sus inversiones en empresas que se pueden encontrar en diferentes fases de desarrollo:

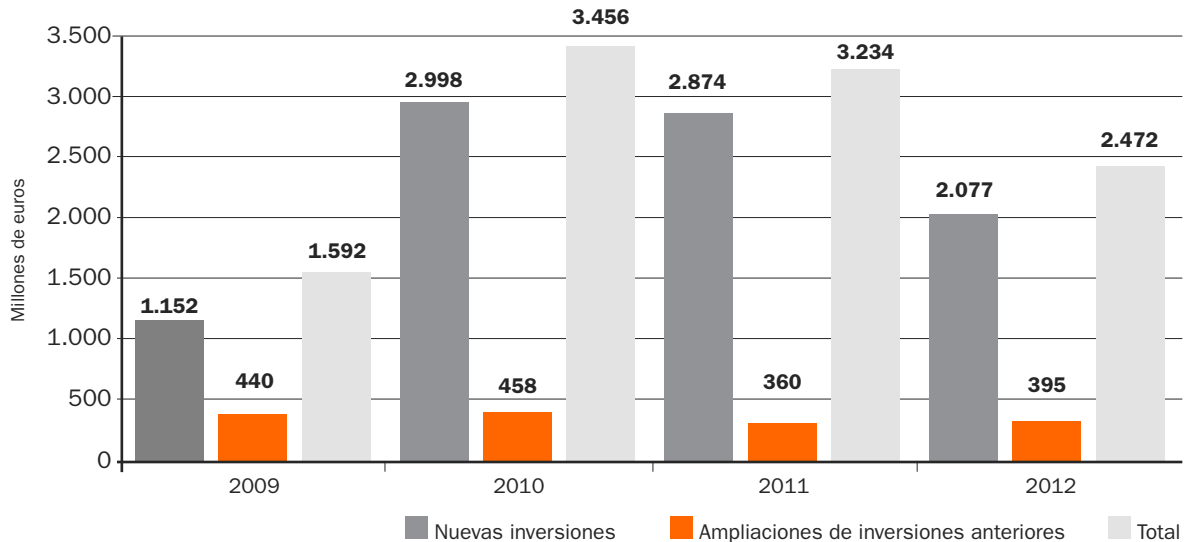
- **Semilla:** representa la aportación de recursos por parte del inversor en una fase anterior al inicio de la producción masiva (definición/diseño del producto, prueba de prototipos, etc.), de forma que todavía existe riesgo tecnológico.
- **Arranque:** se trata normalmente de inversiones para financiar el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
- **Expansión:** corresponde a inversiones para financiar el crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra, para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.

Asimismo, las inversiones realizadas por parte de entidades de capital riesgo pueden clasificarse del siguiente modo:

- **Sustitución:** adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos.

GRÁFICO 2.

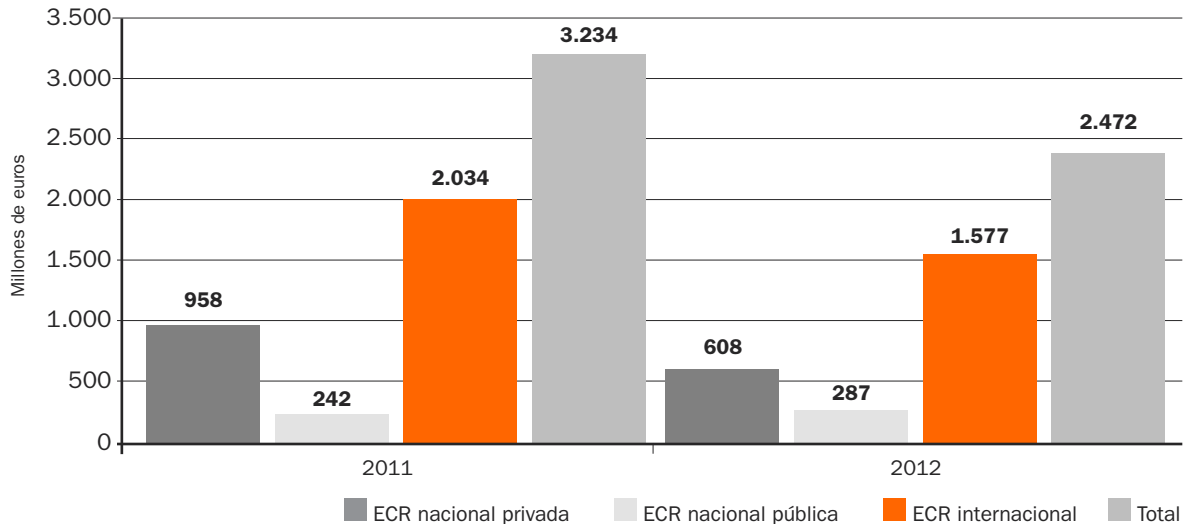
Inversiones realizadas por empresas de capital riesgo (ECR) 2009-2012 por tipo de inversión



Fuente: Informe de Actividad de Capital Riesgo en España 2013 publicado por ASCRI

- Adquisición con apalancamiento: compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o *mezzanine financing*). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).
- Reorientación: recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento.

GRÁFICO 3.
**Inversiones realizadas por empresas de capital riesgo (ECR) 2011-2012
por tipo de ECR**



Fuente: Informe de Actividad de Capital Riesgo en España 2013 publicado por ASCRI

- Refinanciación de deuda: sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

De acuerdo al Informe de Actividad de Capital Riesgo en España 2013 publicado por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), el año 2012 ha sido para el Capital Riesgo un ejercicio complejo y difícil, muy paralelo a la evolución de la economía española, que se concreta en un descenso de un 23,6% en el volumen de inversión del sector respecto al año anterior, alcanzando 2.472 millones de euros en 2012 en comparación con los 3.234 millones de euros en 2011, en una captación muy baja de nuevos fondos por las

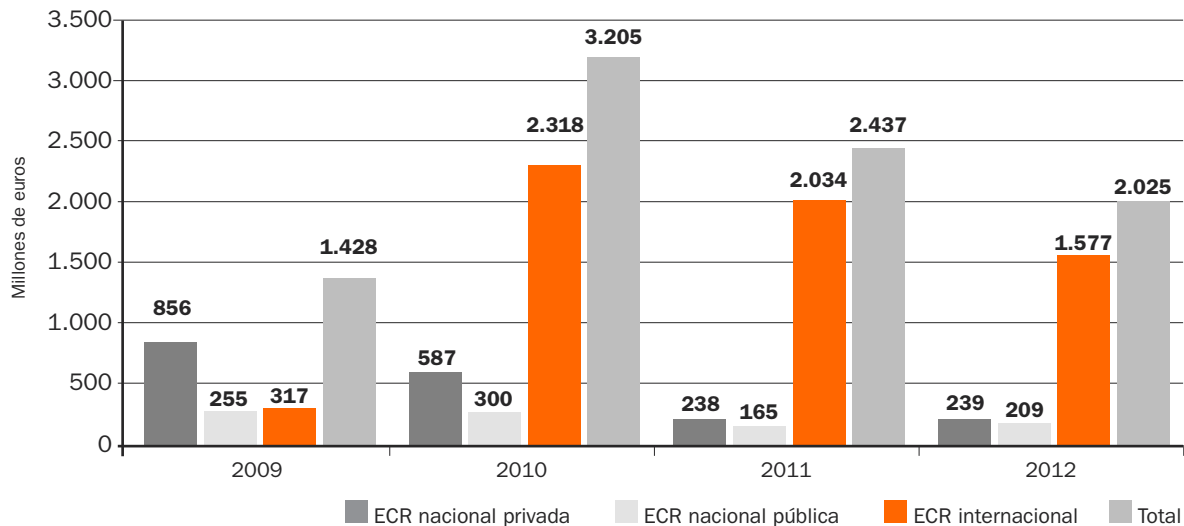
entidades de capital riesgo nacionales y un volumen de desinversión (a precio de coste) que no llega a superar los 1.200 millones de euros frente a los casi 2.000 millones de euros del ejercicio precedente.

No obstante, dicho informe considera que pese a ser un año complicado hay una serie de puntos positivos a destacar. El primero de ellos es que sin lugar a dudas el capital riesgo sigue apostando por las PYMES españolas. Esto se traduce en que a lo largo de 2012 se realizaron 543 operaciones de inversión, siendo aproximadamente el 90% de las mismas de menos de 5 millones de euros de inversión en capital, en compañías que se encontraban tanto en fase de arranque como de expansión, ayudando por tanto a la creación de nuevas empresas y a que las PYMES con negocios en curso se desarrollen y crezcan. El segundo aspecto a destacar es que las grandes firmas y fondos internacionales, como Advent International, Bain Capital, Blackstone, Bridgepoint, Doughty Hanson, HIG y KKR, han seguido mostrando su confianza en España a través de sus inversiones, siendo responsables tanto del 64% del volumen total invertido en 2012 como de las siete grandes operaciones cerradas durante el citado año, con inversiones en capital superiores a 100 millones de euros por operador involucrado. Y, finalmente, el tercer aspecto a destacar es que en febrero de 2013 el Gobierno anunció la adopción de un paquete de medidas que están destinadas a fomentar la intermediación financiera no bancaria y que constituyen un claro apoyo al sector del capital riesgo y a la función que desarrolla.

La captación de nuevos fondos para invertir es una de las prioridades del sector de capital riesgo en España. Muchos de los inversores nacionales han reducido de forma significativa sus aportaciones o han desaparecido del panorama inversor nacional, mientras que otros siguen sin participar en el sector de capital riesgo español, aunque fuera de España son grandes aportantes de recursos, como los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras. En cuanto a los inversores internacionales, aunque la percepción de España está mejorando con respecto a años anteriores, aún no han decidido comprometer nuevas aportaciones. Ello se

resume en que 2009, 2010, 2011 y 2012 han sido años de baja captación de capital, lo que ha provocado que los fondos disponibles para invertir en nuevas operaciones por parte de las entidades de capital riesgo nacionales hayan ido reduciéndose progresivamente, estimándose en unos 800 millones de euros a finales del 2012, importe que no considera la aplicación de los grandes fondos internacionales en sus inversiones. Las entidades españolas privadas de capital riesgo captaron un total de 239 millones de euros, cifra similar a la registrada en 2011 (238 millones de euros) y una de las más bajas de la última década, lo que pone de manifiesto la dificultad actual para encontrar recursos y levantar nuevos fondos por los operadores españoles.

GRÁFICO 4.
Captación de nuevos fondos 2009-2012



Fuente: Informe de Actividad de Capital Riesgo en España 2013 publicado por ASCRI

Hay que considerar que el importe correspondiente a las entidades de capital riesgo internacionales se debe a la aplicación de los recursos internacionales al realizar sus inversiones, correspondiendo gran parte de la caída a nivel global producida entre 2010 y 2012 a la menor aportación realizada por estos fondos para sus inversiones.

El Informe de Actividad de Capital Riesgo en España 2013 publicado por ASCRI considera que 2013 seguirá siendo para España un año difícil y complicado. La economía española en su conjunto sigue deprimida, el paro sigue aumentando y provocando que el consumo nacional se sitúe en niveles mínimos y las medidas de ajuste implantadas por el Gobierno en el último año, si bien han frenado el déficit público, no han conseguido aún estimular la creación de empleo y el crecimiento económico. Adicionalmente, otros factores negativos como la escasez de crédito bancario, que limita las operaciones de adquisición apalancadas, la incertidumbre sobre la evolución de la deuda soberana y la prima de riesgo española, la reducida visibilidad sobre el cumplimiento de los planes de negocio de las empresas a corto y medio plazo y un entorno macroeconómico altamente complicado, han ralentizado la actividad económica en general y la del capital riesgo en particular, cuyos actores posponen o demoran sus decisiones de inversión.

Un aspecto altamente positivo es el empuje que recibirá la captación de nuevos fondos para invertir tras el lanzamiento, en marzo de 2013, del fondo de fondos público FOND-ICO Global, dotado con 1.200 millones de euros e incluido dentro del Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor aprobado por el Gobierno en febrero de 2013. Este fondo de fondos público debe actuar como catalizador en la captación de nuevos fondos de capital riesgo, cuyo objetivo es invertir en proyectos empresariales que se encuentren en distintas fases (semilla, arranque, expansión). Los recursos aportados por FOND-ICO Global deben servir de imán para atraer a inversores privados, tanto nacionales como internacionales, atrayendo fondos adicionales cuyo destino sean las empresas privadas españolas. FOND-ICO Global será gestionado por Axis, Sociedad de Capital Riesgo del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

7. Mercado Alternativo Bursátil-Segmento Empresas en Expansión (MAB-EE)

Las actuales restricciones crediticias están teniendo especial impacto en empresas de reducida dimensión (PYMES). En este sentido, uno de los principales objetivos del MAB-EE es acercar el mercado de capitales a esta tipología de empresas, mediante la simplificación de los trámites y costes de acceso al mercado, así como con la creación de determinados actores intervinientes en el mismo (asesor registrado, proveedor de liquidez) al objeto de facilitar la gestión del proceso por parte de los emisores y aumentar la transparencia del mismo de cara a los inversores.

El MAB-EE puede definirse como un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización y tamaño que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas y con unos costes y procesos adaptados a sus características. El MAB-EE ofrece, por tanto, una alternativa de financiación a las PYMES para crecer y expandirse.

La capacidad de diseñar a medida las necesidades y requerimientos del mercado es lo que caracteriza al MAB-EE. Se trata de adaptar el sistema, en lo posible, a unas empresas peculiares por su tamaño y fase de desarrollo, que presentan necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición.

La flexibilidad ofrecida por el MAB-EE implica adaptar todos los procedimientos existentes para que las empresas de reducida dimensión puedan cotizar en un mercado sin renunciar a un adecuado nivel de transparencia. Es por ello que surge la figura del asesor registrado, cuya misión es ayudar a las empresas a que cumplan los requisitos de información requeridos por los inversores y el mercado.

Las principales características del MAB-EE son:

- Se trata de un sistema de negociación operado por las Bolsas (SMN).
- Está promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). BME aporta su experiencia y tecnología en el diseño de este mercado y en los procedimientos operativos de contratación, liquidación y difusión de información.
- Es un mercado para valores de la Unión Europea y también para Latinoamérica.
- Es un mercado para inversores institucionales y particulares.
- Proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración.
- Cuenta con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades y especificidades de las empresas de reducida dimensión.
- Es una plataforma de aprendizaje o lanzamiento hacia la Bolsa para las empresas que alcancen la dimensión adecuada.

Las empresas que se incorporen al MAB-EE deben ser sociedades anónimas, españolas o extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y representado en anotaciones en cuenta, con libre transmisibilidad de sus acciones y que estén comercializando productos o servicios. El régimen contable y la información financiera se ajustarán al estándar nacional, a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o US GAAP. Por tanto, en ciertas ocasiones, las PYMES tienen que abordar su transformación de S.L. a S.A. para poder incorporarse al MAB-EE.

Gracias al MAB-EE, las PYMES pueden disponer de una financiación vía recursos propios a través del mercado, accediendo a nuevos inversores gracias a su cotización pública, teniendo de este modo una vía alternativa de financiación vía recursos propios diferente al capital riesgo.

“Gracias al MAB-EE, las PYMES pueden disponer de una financiación vía recursos propios a través del mercado, accediendo a nuevos inversores gracias a su cotización pública”



Aunque en teoría, dado el entramado empresarial español, hay un amplio espectro de compañías que pudieran ser susceptibles de cotizar en el MAB-EE, hay determinadas características que marcan la capacidad real de acometer una salida al mercado exitosa y que permita cumplir con la finalidad de captación de fondos buscada para financiar el crecimiento del negocio. Entre estas características están:

- Objetivo claro de utilización de la financiación para un proyecto atractivo y con potencial de crecimiento.
- Plan de negocio realista y alcanzable.
- Accionistas de referencia comprometidos con la gestión y desarrollo futuro del negocio.
- La internacionalización, aunque no imprescindible, también es un factor importante: empresas que cuenten con un plan futuro de expansión internacional o desarrollo del actual.

Tras su lanzamiento e inicio en 2008, en la actualidad hay 22 empresas cotizando en el MAB-EE, de las cuales dos salieron al mercado en 2009, diez en 2010, cinco en 2011 y cinco en 2012, si bien se ha notado una ralentización del número de salidas en el último año como consecuencia de la dificultad de captar fondos en el mercado tanto por los directivos de la compañía implicados en su salida al MAB-EE como del banco colocador que lidera el proceso.

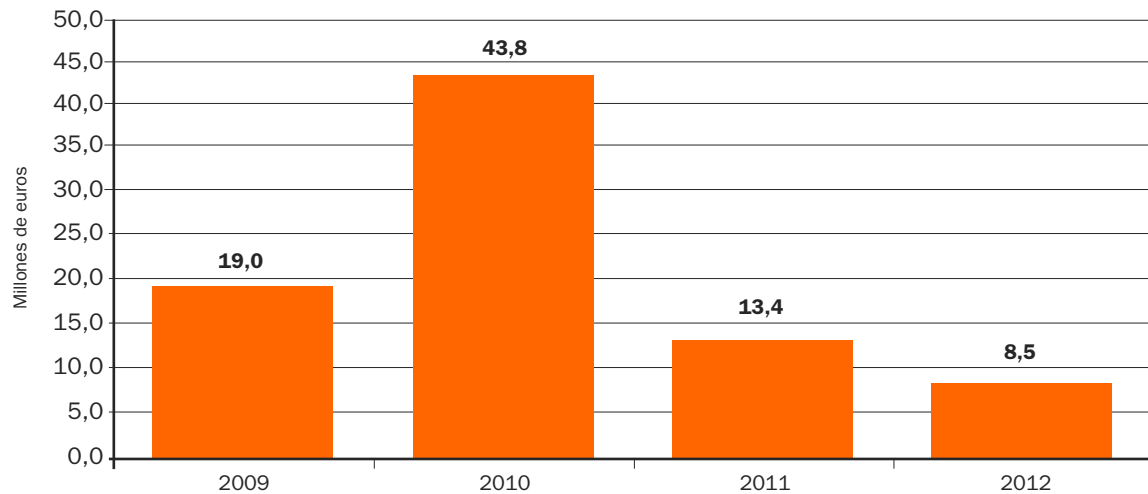
Las empresas cotizadas en el MAB-EE obtuvieron en el momento de la salida al mercado fondos por importe de 84,7 millones de euros, situándose la media ob-

tenida por compañía en 3,9 millones de euros. No obstante, no todas las empresas cotizadas en el MAB-EE captaron fondos en el momento de su salida:

- 19 de ellas lo hicieron a través de OPS (la gran mayoría) u OPV. Imaginarium, en diciembre de 2009, consiguió fondos por 12 millones de euros, mientras que Secuoya (julio de 2011), Bionaturis (enero de 2012), Carbures (marzo de 2012) y Suávitás (abril de 2012) captaron el mínimo requerido por el mercado, cifra que se sitúa en 2 millones de euros.
- Otras tres empresas lo hicieron a través de *listing*, con el objetivo de captar fondos a futuro vía ampliaciones de capital.

GRÁFICO 5.

Fondos captados por las empresas en su salida al MAB-EE

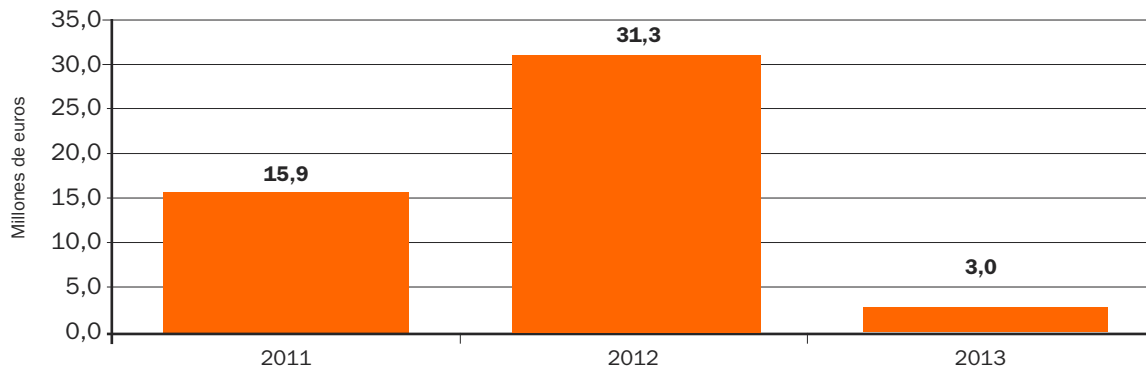


Fuente: Presentación corporativa del MAB-EE (www.bolsasymercados.es/mab)

En este sentido, con posterioridad a la salida, siete de las empresas cotizadas en el MAB-EE han conseguido captar fondos adicionales vía ampliaciones de capital, ascendiendo su importe a 50,2 millones de euros, lo que denota que la salida al MAB-EE es únicamente un punto de partida inicial para la obtención de financiación. No obstante, es importante destacar que para captar financiación vía ampliaciones de capital con posterioridad a la salida es importante demostrar credibilidad ante los inversores, cumpliendo con los hitos marcados en los planes de negocio previos presentados ante el mercado.

GRÁFICO 6.

Fondos captados por las empresas vía ampliaciones de capital en el MAB-EE



Fuente: Presentación corporativa del MAB-EE (www.bolsasymercados.es/mab) e información obtenida de la web del MAB

Como puede observarse, las ampliaciones de capital se han constituido como la principal vía de captación de fondos externos en el MAB-EE en el último año y medio, habiendo conseguido en 2012 y 2013 las empresas que han decidido acudir a esta vía de financiación un total de 34,3 millones de euros frente a los 8,5 millones de euros captados por las compañías en las salidas al MAB-EE producidas en los citados ejercicios.

8. Ayudas públicas

Las ayudas concedidas por los distintos organismos públicos se configuran como una importante vía de financiación para las empresas españolas. Existe un amplio espectro de tipos de ayudas y de organismos públicos concedentes de las mismas, siendo esta la primera gran estratificación a realizar.

Hay numerosos tipos de ayudas públicas, siendo algunas de las principales las siguientes:

- Ayudas financieras: subvenciones a fondo perdido, bonificaciones de los tipos de interés, concesión directa de préstamos, préstamos participativos, líneas de avales y garantías, etc...
- Ayudas a la inversión y al fomento de la innovación.
- Ayudas para mejora de la competitividad.
- Ayudas a la Investigación y Desarrollo (I+D).
- Ayudas directas a la contratación de trabajadores.
- Bonificaciones de las cuotas a la Seguridad Social.
Incentivos fiscales.

Del mismo modo, son numerosos los organismos públicos que otorgan estas ayudas, siendo algunos de los más importantes:

- Instituto de Crédito Oficial (ICO). En 2013 el ICO ha lanzado dos grandes líneas que cuentan a su vez con dos sublíneas, dotadas con 22.000 millones de euros, para financiar tanto los proyectos de inversión como para fomentar

la liquidez de las empresas y autónomos. Asimismo, el ICO cuenta con otro tipo de instrumentos para ayudar financieramente a las empresas españolas, como las líneas de mediación o líneas ICO en las que concede fondos a condiciones financieras ventajosas a través y con la intermediación de las entidades financieras.

- Secretaría de Estado de Comercio, que a través del Fondo para la Internalización de la Empresa (FIEM) proporciona financiación para la ejecución de estudios de viabilidad, suministros, proyectos e inversiones de empresas españolas en el exterior. En el año 2012 se aprobaron fondos reembolsables con cargo al FIEM por importe de 474 millones de euros.
- Empresa Nacional de la Innovación (ENISA). Desde su creación, ENISA ha concedido 2.800 préstamos por un importe total de 500 millones de euros. En 2012 formalizó 685 operaciones por un importe de 105 millones de euros, estando previstas para 2013 un total aproximado de 1.000 operaciones, siendo la dotación para el citado ejercicio de 126 millones de euros.
- Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI). Los programas de financiación del CDTI se articulan en tres grandes líneas de actuación: (i) financiación de proyectos de I+D+i, (ii) internacionalización y (iii) financiación de empresas innovadoras y de base tecnológica.
- Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES). Este Organismo Público apoya proyectos de inversión españoles en el exterior, por medio de su participación financiera a medio y largo plazo, aportando entre 0,25 y 30 millones de euros por proyecto.
- CESCE. Empresa de capital mixto con mayoría del Estado encargada de fomentar y gestionar el Seguro de Crédito a la Exportación como herramienta de apoyo a la internacionalización de las empresas españolas. Cuenta en su cartera con varios

productos financieros (Máster Oro, Caución, pólizas abiertas de seguro de *factoring* y *confirming*, aseguramiento de riesgos por cuenta del Estado, etc.).

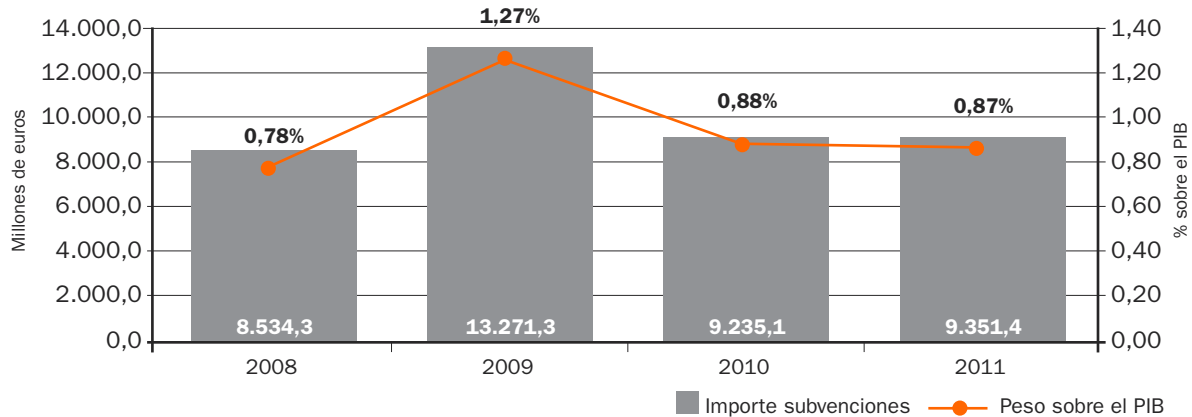
- Instituto de Comercio Exterior (ICEX). Organismo que se encarga de coordinar y participar en los diversos programas e instrumentos que las distintas Administraciones Públicas ponen en marcha para fomentar y desarrollar la implantación de las empresas españolas en el exterior. Este organismo tiene acuerdos de colaboración con otras entidades públicas como ENISA, COFIDES, etc. Una de sus principales funciones es el asesoramiento integral a las empresas españolas que se planteen su salida al exterior.
- Las diferentes Comunidades Autónomas también ofrecen asesoramiento y ayuda financiera a los emprendedores y empresas españolas a través de diversos organismos públicos (AREX, SODERCAN, IPEX, IVEX, IGAPE, ACC1Ó, SODENA, SPRI, INFO, etc.).
- Es complicado evaluar, ya que no existe información agregada al respecto, cuál es el montante global anual del conjunto de ayudas públicas, si bien, en el entorno actual de crisis económica, estos recursos se articulan como una importante vía de financiación de las empresas españolas.

Conforme al Anuario 2011 de Administraciones Públicas elaborado por el Gabinete de Estudios Económicos Axesor, el importe concedido por las distintas Administraciones Públicas para subvenciones ascendió en el citado ejercicio a 9.351 millones de euros, representando el 0,87% del PIB.

A pesar de lo comentado, el volumen de subvenciones concedido por las Administraciones Públicas en España a las empresas españolas sobre el conjunto del PIB se sitúa por debajo de la gran mayoría de países europeos (Bélgica, Reino Unido, Irlanda, Alemania, Francia, Dinamarca, Suecia, etc.), que destinan mayores importes al entramado empresarial de sus respectivos países.

GRÁFICO 7.

Importe y peso de la cuantía de las subvenciones sobre el PIB en España



Fuente: Anuario 2011 de Administraciones Públicas elaborado por el Gabinete de Estudios Económicos Axesor

9. Principales conclusiones

- Las empresas españolas presentan unos niveles de dependencia de la financiación de las entidades financieras muy superior al resto de países de nuestro entorno.
- La escasa liquidez de los mercados, la pérdida de calidad crediticia de las sociedades, unido con las restricciones crediticias y exigencias regulatorias de las entidades financieras, ha llevado a un elevado descenso de la financiación bancaria disponible para las empresas.
- Existe una mayor competencia por los recursos disponibles, debiendo incluirse dentro de los objetivos estratégicos de las compañías la búsqueda y obtención de financiación. En este sentido, hemos explicado una serie de alternativas de financiación, que deberían ser analizadas por los gestores de las compañías. Los *Value investors*/fondos oportunistas son muy flexibles en su estructura de



“El volumen de subvenciones concedido por las Administraciones Públicas en España a las empresas españolas sobre el conjunto del PIB se sitúa por debajo de la gran mayoría de países europeos”

capital y en su pronta respuesta a las compañías si están interesadas en financiar. El mercado de bonos y *high yield* (renta fija) han proliferado en los últimos años debido al deterioro de la calificación crediticia de las compañías.

- Las sociedades de capital riesgo participan generalmente en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.
- El MAB es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas y con unos costes y procesos adaptados a sus características. Mercados similares en países de nuestro entorno han conseguido un desarrollo significativo.
- Sin embargo, el problema que encuentran numerosas empresas españolas, es la dificultad para tener acceso a muchas de las alternativas mencionadas, dado que son demasiado pequeñas para algunos inversores.
- Por todo ello, resulta fundamental crear redes adicionales de financiación y ayudas para PYMES españolas (esto es, redes de *Business Angels*), que puedan ayudarlas a implementar su plan de negocio y en algunos casos su internalización.