

Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La financiación alternativa se ha convertido en una cuestión comúnmente discutida en muchas economías cuando la crisis ha propiciado una reducción de la financiación disponible para las empresas –en particular, de las pymes– en un contexto de racionamiento del crédito. Algunas disposiciones regulatorias recientes en España se han orientado a diversificar la variedad de recursos financieros disponibles para las empresas así como a incentivar a los bancos a prestar más atención al crédito a las pymes. Algunos de estos mecanismos, como el mercado alternativo bursátil y las entidades de capital-riesgo, están mostrando signos prometedores de mejoría, aunque todavía es pronto para otros canales más nuevos, como el *crowdfunding* o el crédito empresarial *P2P*, que están todavía en una etapa muy incipiente de desarrollo.

Banca y financiación alternativa

Existe algo de confusión sobre lo que significa realmente financiación alternativa hoy en día. Tradicionalmente, describe la financiación de empresas e individuos más allá de los bancos y los mercados de capital tradicionales. En el ambiente empresarial actual, hay definiciones más restrictivas que solo se refieren a las actividades financieras que se desarrollan a través de nuevos canales como el crédito *online business-to-business* (B2B) o el *crowdfunding*.

En este artículo se adopta un enfoque práctico al definir financiación alternativa como la financia-

ción no bancaria para particulares y pymes. Estos son los agentes económicos que dependen en gran medida de la financiación bancaria en un país como España. Esta definición, por tanto, asemeja las alternativas de financiación con desintermediación bancaria. A comienzos de la década de los noventa el concepto de desintermediación ganó popularidad en un entorno en el cual los bancos de los EE.UU. mostraron una creciente competencia de fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros y otros competidores financieros no bancarios. Había incluso algunas voces que señalaban que los bancos perderían rápidamente su papel en el sistema financiero y que otros intermediarios ganarían peso. No obstante,

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

la revocación de la *Glass-Steagal Act* y la aprobación de la *Gramm-Leach-Bliley Act* en los EE.UU., permitió a los bancos comerciales involucrarse en varias actividades que habían sido restringidas o prohibidas anteriormente (*i.e.* comercialización de activos, participaciones industriales). Como resultado, los bancos mantuvieron su papel como intermediarios de crédito en el sistema financiero de los EE.UU.

En países como España, y también en Alemania o Japón, a los bancos se les ha permitido ofrecer un amplio rango de servicios bajo el denominado “modelo de banca universal”. Por tanto, más que una desintermediación, los bancos españoles han disfrutado de una “intermediación reorientada”. En particular, en lugar de afrontar una creciente competencia de otros intermediarios, se convirtieron en grandes jugadores en seguros, fondos de pensiones y otros negocios relacionados. Esto incrementó la dependencia del sector privado de la financiación bancaria. Veinte años después, el sector privado español todavía depende en gran medida de la financiación bancaria. Los analistas y los decisores de política económica han abogado tradicionalmente por una variedad más amplia de recursos financieros para los hogares y las empresas, en particular el capital-riesgo y los mercados de deuda.

La reestructuración del sistema financiero español durante la crisis reciente ha prestado también atención a los mecanismos alternativos de financiación. La vigilancia del sector financiero español bajo el programa de ayuda financiera a los bancos españoles ha conllevado recomendaciones de la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central Europeo (BCE) en este frente. Un ejemplo reciente viene dado en el informe del FMI *Spain: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission* donde se afirma que: “los esfuerzos deben continuar para fortalecer el acceso de las PYMES a la financiación basada en los mercados. El crédito bancario permanecerá dominante, y las iniciativas como por ejemplo el Plan Juncker (un plan paneuropeo de inversión) será útil en este sentido. No obstante, la financiación no bancaria debe desarrollarse, incluyendo

vías alternativas, entidades de capital-riesgo, y titulaciones, mientras se mejora la transparencia y la exactitud de la información financiera”.

De acuerdo con las consideraciones del FMI, desde la perspectiva de la demanda, la financiación alternativa se refiere a la disponibilidad de canales de financiación no estándar para las empresas. Estos canales se están desarrollando en un nuevo entorno en el sector servicios en el que los costes marginales están cayendo rápidamente y la digitalización y la interacción social están dominando la transformación de muchos sectores. En este sentido, Allen *et al.* (2012) sugieren que, en el futuro y en todo el mundo, la financiación de fuentes diferentes a los mercados y a la banca probablemente será tan importante como la financiación bancaria.

Desde la perspectiva de la demanda, la financiación alternativa se refiere a la disponibilidad de canales de financiación no estándar para las empresas. Algunos autores sugieren que, en el futuro, la financiación de fuentes diferentes a los mercados y a la banca será probablemente tan importante como la financiación bancaria.

Considerando este énfasis desde la esfera pública y privada en la creciente importancia de los canales alternativos de financiación, podría pensarse que los bancos tendrán un papel cada vez menos importante en la economía en un futuro próximo. No obstante, esto no es necesariamente cierto. La financiación alternativa puede emerger como un complemento más que como un sustituto de la financiación bancaria. Una referencia reveladora en este punto es el trabajo de Berger y Udell (2006), quienes sugieren que el crédito puede desarrollarse mediante tecnologías diferentes y que la estructura de estas tecnologías, sin embargo, suele simplificarse en exceso. Una simplificación común es ofrecer el crédito de forma homogénea independientemente del cliente, lo que suele ser especialmente perjudicial para las pymes. Otra conclusión engañosa es que

las entidades bancarias de mayor tamaño están en desventaja para prestar a las pymes. La evidencia empírica reciente sugiere que los bancos han estado buscando nuevas vías de generación de crédito relacional con empresas y también que los mismos bancos han desarrollado tecnologías como el *factoring*, *leasing* y otras formas de financiación no tradicionales.

En el contexto de la crisis del sistema financiero español, se observa que están emergiendo nuevas formas de financiación no bancaria, pero también que los bancos afrontan el desafío de encontrar nuevas vías de financiación a pymes. En este sentido, la financiación alternativa es también un reto para los bancos porque implica una transformación de su negocio.

En este artículo, se analizan algunas de las regulaciones recientes orientadas a promover nuevas formas de financiación en España y también la evolución de algunos de esos canales.

El ambiente regulatorio

Existen varias iniciativas regulatorias sobre la promoción de mecanismos alternativos de financiación en España. Muchas de ellas se aprobaron en 2014 y están tomando forma en 2015. La principal es la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que fue publicada en abril de 2014. La ley está dirigida tanto directa como indirectamente al negocio bancario en cuanto a que apunta a hacer la financiación bancaria más flexible y más accesible y, al mismo tiempo, fortalecer otras fuentes de financiación no bancaria. También busca reforzar los poderes de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La ley fue motivada por la observación de que, según señalaba el Gobierno, el 75% de la financiación a pymes provenía de los bancos. La ley establece que si un banco o institución de crédito deseara reducir la financiación que provee a una pyme —que esté al corriente de sus obligaciones de pago— se le requerirá notificar esta decisión a la pyme con tres meses de antelación. Asimismo, la pyme tiene derecho a solicitar su

historial de pago al banco, incluyendo su informe crediticio (*credit score*).

Además, se reforma el marco legal de la titulación de crédito para simplificarlo y hacerlo más transparente. Es importante señalar que se insta a los bancos a titularizar no solo hipotecas y préstamos de grandes empresas sino también crédito a pymes.

La Ley de Fomento de la Financiación Empresarial también trata de impulsar nuevos instrumentos de financiación. En particular, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Se añade flexibilidad en los requisitos para las compañías que deseen trasladarse desde el MAB al mercado oficial de valores español, lo que se produce, de acuerdo con la ley, cuando el capital social de una compañía cotizada en el MAB alcanza un umbral de 500 millones de euros.

La ley también busca ayudar a las sociedades limitadas que emitan títulos de renta fija simplificando los mecanismos y los requisitos para hacerlo. También fortalece los poderes de supervisión, inspección y penalización asignados a la CNMV.

La promoción de mecanismos alternativos de financiación en España se ha manifestado en la reforma del marco legal de la titulación de crédito, el impulso del Mercado Alternativo Bursátil, la regulación del crowdfunding y la nueva legislación sobre entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Una característica particularmente innovadora de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial es la regulación del *crowdfunding*. Por vez primera en España se introduce un marco legal para la actividad de las plataformas de Internet que promueven los llamados fondos participativos. La idea es asegurar que estas plataformas sean transparentes, y proveer y/o facilitar una conexión entre inversores y proyectos de inversión en con-

diciones tales que requieran autorización y supervisión de la CNMV con apoyo –especialmente en términos de actividad crediticia– del Banco de España. Se definen dos tipos de inversores para el negocio de *crowdfunding*: acreditados y no acreditados. Los primeros son instituciones, compañías de alrededor de 1 millón de euros en activos, un volumen de negocio de 2 millones de euros o 300.000 euros de capital y alguna persona física o jurídica cuyo nivel de ingresos exceda los 50.000 euros por año o tener un valor de activos de más de 100.000 euros y expresamente requeridos para ser tratados como tales. Los demás son los inversores no acreditados, que no podrán depositar más de 3.000 euros por empresa ni más de 10.000 euros por año y plataforma.

Desde el lado de la supervisión, las plataformas de *crowdfunding* se someten a la autorización, supervisión, inspección y sanción de la CNMV. La ley restringe el rango de servicios que estas plataformas pueden proveer. En particular, no tienen permitido ofrecer asesoramiento de inversión o procesos de pagos (a menos que soliciten una licencia como instituciones híbridas de pago). Un aspecto importante de la regulación del *crowdfunding* es que protege a los inversores no profesionales. Se requiere a las plataformas publicar cierta información sobre los solicitantes y sus proyectos.

Otro aspecto representativo de los mecanismos alternativos de financiación son las entidades de capital-riesgo, así como los fondos creados para concentrar recursos para financiar inversiones en proyectos *start-up*. El 12 de noviembre del pasado año, el Congreso aprobó la nueva Ley 22/2014, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Esta ley armoniza la regulación española con la Directiva 2011/61/EU, del Parlamento Europeo sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativa (AIFMD).

La Ley 22/2014 deroga la anterior Ley 25/2005, que hasta ahora regulaba las entidades de capital-riesgo españolas y capital privado y establece un nuevo marco regulatorio para las entidades de

capital-riesgo y los gestores de inversiones y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Introduce importantes medidas para promover la recaudación de fondos entre los inversores (incluyendo beneficios fiscales) y promueve alternativas a la financiación bancaria. Con esta ley, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se diferencian de las de tipo abierto de en dos aspectos.

En España las fuentes de financiación distintas de los préstamos pueden estar ganando peso en el sector financiero. No obstante, los mercados de financiación alternativa, como el crowdfunding o el crédito empresarial P2P presentan un desarrollo aún muy limitado.

Primero, en las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado la enajenación tiene lugar simultáneamente con respecto a todos los inversores. Segundo, en estas entidades, cada inversor será remunerado sobre una base individualizada, de acuerdo con las regulaciones y los reglamentos aplicables en cada clase de acciones. En este sentido, las entidades de capital-riesgo y entidades de capital privado se consideran entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, pudiendo ser incorporadas como compañías (entidades de capital riesgo) o fondos (fondos de capital riesgo).

Evolución reciente

Considerando las nuevas iniciativas regulatorias, cabe preguntarse en qué medida el sistema financiero español está adoptando la financiación alternativa y cómo está evolucionando en España, en comparación con otros países europeos. La consultora Allen and Overy (2014) llevó a cabo una encuesta entre directores financieros de empresas europeas y encontraron algunas respuestas interesantes sobre las percepciones actuales y futuras de la penetración de la financiación alternativa. La financiación alternativa representa un 41% del *mix* de fondos totales, ligeramente más que en 2009 (39%) y justo detrás del crédito bancario (43% en

2014 y 44% en 2009), y los mercados públicos de capitales representan el 16% (17% en 2009). La encuesta se orientó a grandes empresas y esto hace que las fuentes de financiación no bancarias parezcan menos representativas, pero los datos son bastante reveladores sobre los cambios que se están produciendo.

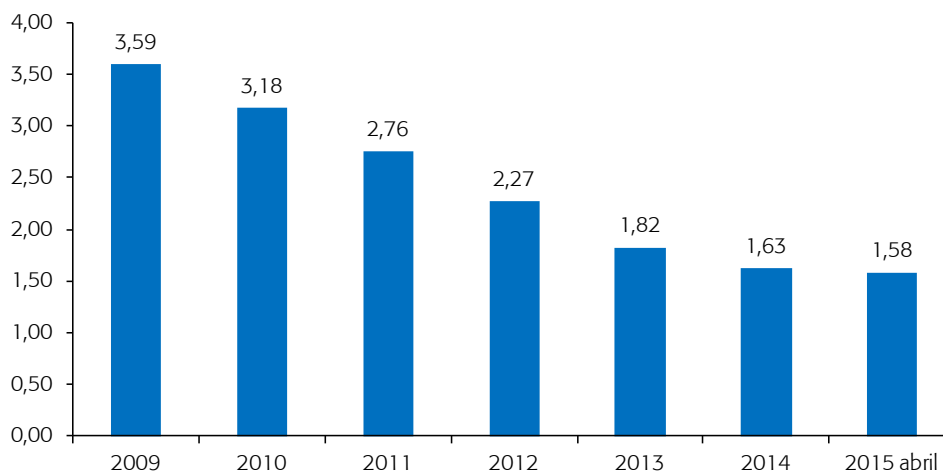
En cuanto a España, un primer análisis se refiere al tamaño relativo de la financiación bancaria comparado con la financiación de capital. Una medida sencilla –aunque no necesariamente exhaustiva– es la ratio de préstamos de las entidades de crédito al sector privado sobre la capitalización de la Bolsa de Madrid. Como muestra el gráfico 1, esta ratio ha caído considerablemente desde 2009 (3,59) hasta abril de 2014 (1,58). Esto no significa necesariamente que los mercados de valores estén liderando la financiación del sector privado en España, puesto que el crédito bancario ha estado particularmente afectado de forma negativa durante la crisis. En todo caso, parece que los mercados financieros españoles están volviendo a un equilibrio más estable entre mercados e instituciones.

El Banco de España ofrece análisis mensuales sobre la evolución de la financiación al sector privado que proporciona una visión más cercana al crédito bancario frente a otras alternativas de financiación. El gráfico 2 muestra la variación anual de préstamos y valores de deuda (diferentes de acciones) como fuentes de financiación para los las empresas y hogares españoles. La ratio de crecimiento del crédito bancario ha permanecido en registros negativos durante los años de la crisis. La variación anual de los préstamos fue de -5,8% en 2009 y alcanzó el -7,1% en 2010. Esta ha ido mejorando ligeramente desde entonces y, en abril de 2015, la tasa fue de -3,8%. Durante 2015, se espera que el crecimiento interanual de los préstamos sea positivo a finales de año. En cualquier caso, como se describe en anteriores ediciones de *Cuadernos de Información Económica*, estos datos se refieren a saldos vivos y hay que tener en cuenta que la tasa de crecimiento de los nuevos préstamos se ha incrementado desde comienzos de 2015.

En cuanto a los valores distintos de acciones y participaciones (mayormente deuda), estos crecieron un 14,2% en 2009. Aunque su crecimiento ha

Gráfico 1

Préstamos de las instituciones de crédito/capitalización de la Bolsa de Madrid

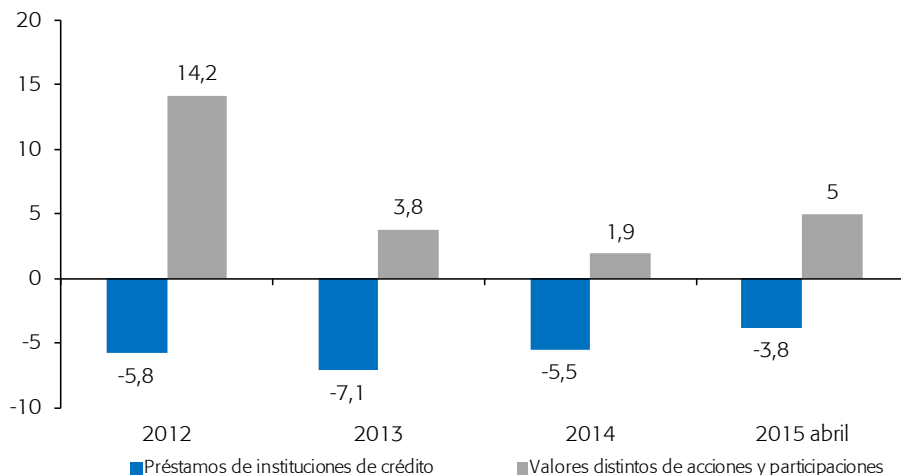


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

Fuentes de financiación al sector privado. Préstamos de las instituciones de crédito y valores distintos de acciones y participaciones

(tasa de crecimiento anual)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

sido modesto en los años recientes, ha sido siempre positivo, alcanzando el 5,5% en abril de 2015.

financiación alternativa, como el *crowdfunding* o el crédito empresarial *P2P* presentan un desarrollo aún muy limitado.

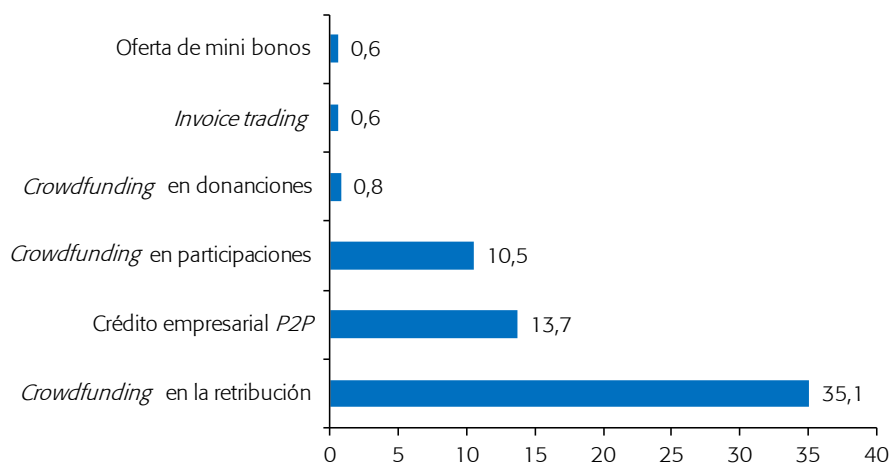
En España las fuentes de financiación distintas de los préstamos pueden estar ganando peso en el sector financiero. No obstante, los mercados de

Los datos de los gráficos 1 y 2 sugieren que las fuentes de financiación distintas de los préstamos

Gráfico 3

Nuevo mercado financiero alternativo en España, 2014

(millones de euros)

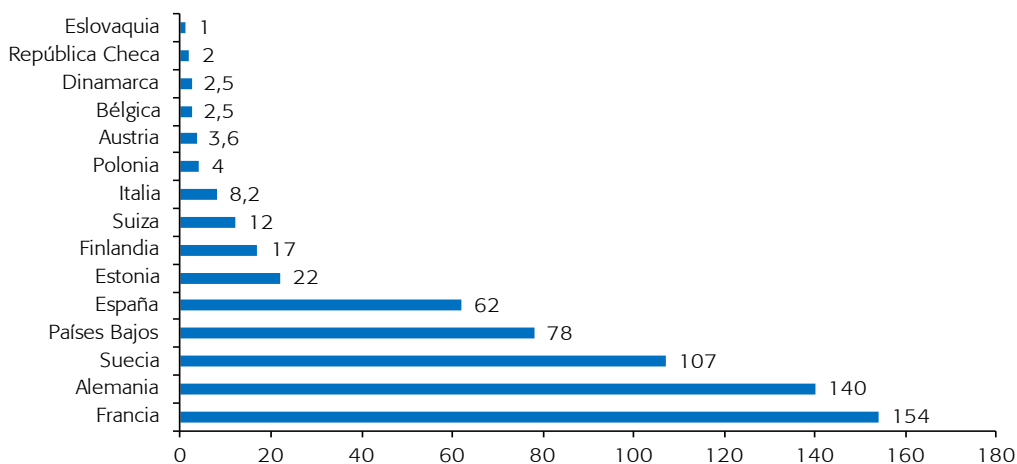


Fuente: Statista y elaboración propia (<http://www.statista.com/>).

Gráfico 4

Mercado financiero alternativo *online* europeo, 2014

(millones de euros)



Fuente: Wardrop et al. (2015).

pueden estar ganando peso en el sector bancario español. No obstante, es difícil determinar si estos nuevos mecanismos representan las principales vías de financiación alternativa, tal y como se consideran hoy en día. Algunos datos de Statista sugieren que los mercados de nueva financiación alternativa son todavía incipientes en España (gráfico 3). El saldo vivo del *crowdfunding* fue de 45,6 millones de euros en España en 2014.

El crédito empresarial *on-line Peer-to-peer (P2P)* contaba con 10,5 millones de euros. Otras fuentes de nueva financiación alternativa presentan un desarrollo aún más limitado. El *crowdfunding*

El mercado alternativo bursátil (MAB) y las entidades de capital-riesgo representan alternativas particularmente prometedoras para las empresas españolas en un futuro próximo.

basado en donaciones, el *invoice trading*, y las ofertas de *mini bonds* se situaron por debajo del millón de euros en 2014. Estos números revelan que las vías más innovadoras de financiación alter-

nativa son todavía muy limitadas en su alcance cualitativo en España.

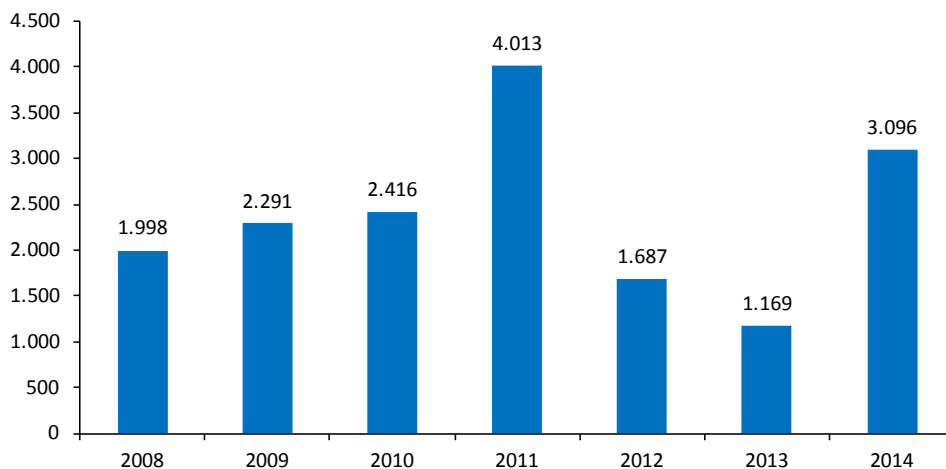
La Universidad de Cambridge y Ernst and Young proporcionan una estimación muy similar a la anterior sobre el alcance de los nuevos canales de financiación alternativa en España: sumarían 62 millones de euros en 2014. Este dato es todavía bajo comparado con el Reino Unido (2.300 millones de euros, dato que no se muestra en el gráfico por razones de comparación en niveles similares), y también menor que en Francia (154 millones), Alemania (140 millones), Suecia (107) o los Países Bajos (78). No obstante, es mayor que en Finlandia (17) o Italia (8,2).

Considerando la penetración relativamente reducida de los canales de financiación alternativa más novedosos, es quizás conveniente relajar la definición de financiación alternativa para incluir las posibilidades de financiación de empresas (en particular, para pymes) más allá de la financiación bancaria y el crédito comercial. El gráfico 5 muestra la evolución de la financiación de empresas no pertenecientes al IBEX-35 en la Bolsa española. La evolución ha sido irregular a lo largo de los últimos

Gráfico 5

Financiación en los mercados de las empresas no pertenecientes al IBEX-35

(millones de euros)

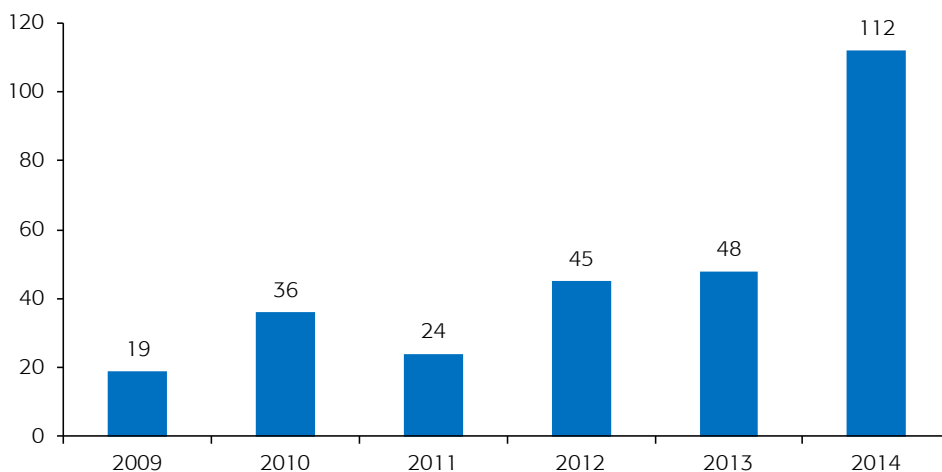


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

Gráfico 6

Financiación para las empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

(millones de euros)



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

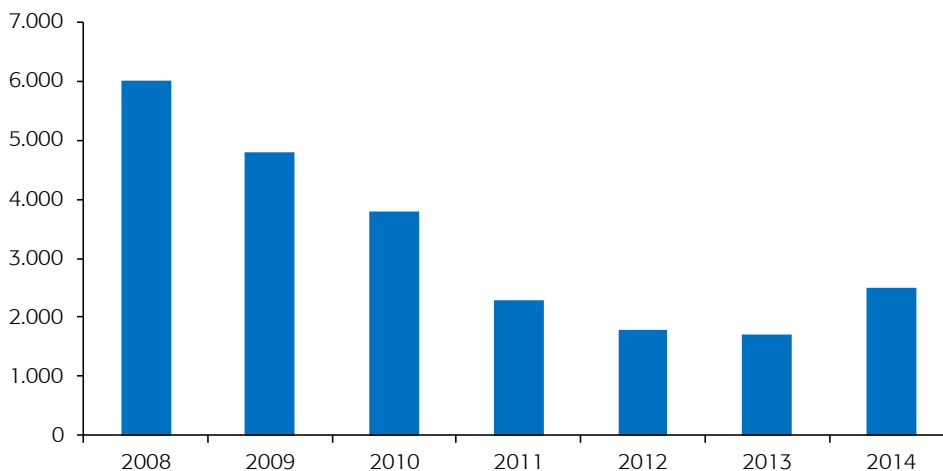
años. Fue creciendo desde 2008 a 2011, cuando alcanzó los 4.013 millones de euros. Posteriormente cayó, en medio de las tensiones de mercado relacionadas con la crisis de deuda soberana, pero creció de nuevo en 2014 hasta los 3.096 millones de euros.

La financiación del gráfico 5 se refiere principalmente a las grandes empresas puesto que las pymes no tienen acceso a los principales mercados bursátiles. El gráfico 6 muestra la evolución de la financiación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Su crecimiento ha sido continuo desde

Gráfico 7

Fondos disponibles (*dry powder*) para inversión de las entidades de capital-riesgo españolas

(millones de euros)



Fuentes: Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) y elaboración propia.

2009, con excepción de 2011. En 2014 la financiación del MAB se incrementó hasta 112 millones de euros.

En cuanto a las entidades de capital-riesgo, este mercado funciona en España desde hace años y las nuevas regulaciones tratan de impulsarlo. Como muestra el gráfico 7, los fondos disponibles para inversión (*dry powder*) de las entidades de capital-riesgo cayeron desde los 6.000 millones de euros en 2008 hasta los 1.700 millones de euros en 2013. No obstante, empezaron a crecer de nuevo en 2014, cuando se alcanzaron los 2.500 millones de euros.

Conclusiones

La valoración de la situación y las perspectivas de la financiación alternativa en España dependen de la definición adoptada. Si nos referimos al concepto más restrictivo que solo considera como alternativos los nuevos canales de financiación (*i.e. crowdfunding, P2P*) el desarrollo ha sido bastante limitado. Esto no significa que las perspectivas sean pobres, dado que se espera que estos

mecanismos crezcan considerablemente en los años venideros.

Una perspectiva más amplia de financiación alternativa, como la no bancaria y la que se refiere al acceso al mercado de las pymes sugiere que ha habido una mejoría relativa en el conjunto de recursos financieros para las pymes en los años recientes. El Mercado Alternativo Bursátil y las entidades de capital-riesgo representan alternativas

El desarrollo de fuentes de financiación alternativa no significa necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

particularmente prometedoras para las empresas españolas en un futuro próximo. Las regulaciones aprobadas recientemente que promueven esos canales alternativos deberían ayudar a incrementar la heterogeneidad de los recursos financieros dis-

ponibles para las empresas en España. De forma importante, esto no significará necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes, explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

Referencias

- ALLEN, F.; CARLETTI, E.; QIAN, J. "QJ", y P. VALENZUELA (2012), "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors", *EUI Working Papers*, ECO 2012/11, Department of Economics, European University Institute; (http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/21455/ECO_2012_11.pdf?sequence=1).
- ALLEN y OVERY (2014), *Funding European business: What's the alternative?*, noviembre.
- BERGER, A., y G. UDELL (2006), "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", *Journal of Banking and Finance*, 30: 2945–2966.
- WARDROP, R.; ZHANG, B.; RAU, R., y M. GRAY (2015), *The European Alternative Finance Benchmarking Report*, February 2015, University of Cambridge and Ernst and Young.