



# FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

## BANCARIZACIÓN FRENTE A MERCADOS

Ángel Berges y Emilio Ontiveros  
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

### Resumen

Más de seis años transcurridos desde el inicio de la crisis, los sistemas bancarios continúan mostrando un anormal funcionamiento en términos de su actividad básica. La situación se agrava especialmente en aquellos países y en aquellos segmentos en los que la dependencia respecto de la financiación bancaria es más elevada. El mal funcionamiento del canal crediticio ha vuelto a poner en primera línea de actualidad un debate clásico en economía financiera: el de las ventajas e inconvenientes de unos sistemas financieros frente a otros en función de su mayor orientación a la financiación bancaria o a la canalizada directamente a través de los mercados de valores. Este artículo se inicia con una síntesis de los argumentos teóricos en una y otra dirección, así como la evidencia obtenida de los análisis de sistemas financieros comparados. A continuación se centra en el caso español, con el énfasis en la estructura empresarial de la que emerge un elevado peso de unidades empresariales de muy reducida dimensión, para las que resulta extraordinariamente complejo la apelación a los mercados de valores.

### Abstract

*It has been more than six years since the crisis started, and banking systems continue to display abnormal operations in terms of their core business, which is granting funding to production activities. The situation is particularly exacerbated in those countries, such as Spain, and in those segments, especially SMEs, in which the dependency on bank financing is the highest. The poor operation of the credit channel has thrust a classic financial economy debate into the front lines again these days: that of the advantages and disadvantages of some financial systems compared to others, depending on whether they are more centred on bank financing (banking oriented) or channelled directly through the securities markets (market oriented). This article starts by summarising the theoretical arguments on both sides, as well as the proof obtained from analysing the financial systems compared. It then focuses on the case of Spain, with emphasis on the corporate structure, from which we see that there is a huge weight of extremely small business units, for which it is extraordinarily complex to have recourse to securities markets.*

## 1. Justificación

Más de seis años transcurridos desde el inicio de la mayor crisis bancaria en ocho décadas, y cientos de millones de dólares, libras, y euros, de dinero público utilizados para restaurar la salud de los balances bancarios a uno y otro lado del Atlántico, lo cierto es que los sistemas bancarios continúan mostrando un anormal funcionamiento en términos de su actividad básica, cual es la de conceder financiación a las actividades productivas. La situación se agrava especialmente en aquellos países (España entre ellos), y en aquellos segmentos (las pequeñas y medianas empresas, sobre todo) en los que la dependencia respecto de la financiación bancaria es más elevada, de hecho casi total en algunos casos.

Sin menoscabo de esas diferencias entre países y/o segmentos de empresas, lo cierto es que ese mencionado mal funcionamiento del canal crediticio en la financiación de las actividades productivas ha vuelto a poner en primera línea de actualidad un debate clásico en economía financiera, cual es el de las ventajas e inconvenientes de unos sistemas financieros frente a otros en función de su mayor orientación a la financiación bancaria (*banking oriented*) o a la canalizada directamente a través de los mercados de valores (*market oriented*).

En el marco de dicho debate, el presente artículo arranca precisamente con una breve síntesis sobre los argumentos teóricos en una y otra dirección, así como la evidencia obtenida de los análisis de sistemas financieros comparados. A continuación se centra en el caso español, con el énfasis en la estructura empresarial de la que emerge un elevado peso de unidades empresariales de muy reducida dimensión, para las que resulta extraordinariamente complejo la apelación a los mercados de valores. Es cierto que varios países han apoyado el desarrollo de mercados de valores especialmente diseñados para ese tipo de empresas, siendo su análisis el objetivo de la sección siguiente, para concluir señalando actuaciones adicionales que sería necesario acometer para salvar el principal escollo que las pequeñas y medianas empresas (PME) españolas tienen para su crecimiento, cual es el de su débil estructura financiera.

## 2. Bancos *versus* mercados: la teoría y la evidencia internacional

En la literatura sobre sistemas bancarios comparados es ya clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (*banking oriented*) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores (*market oriented*).

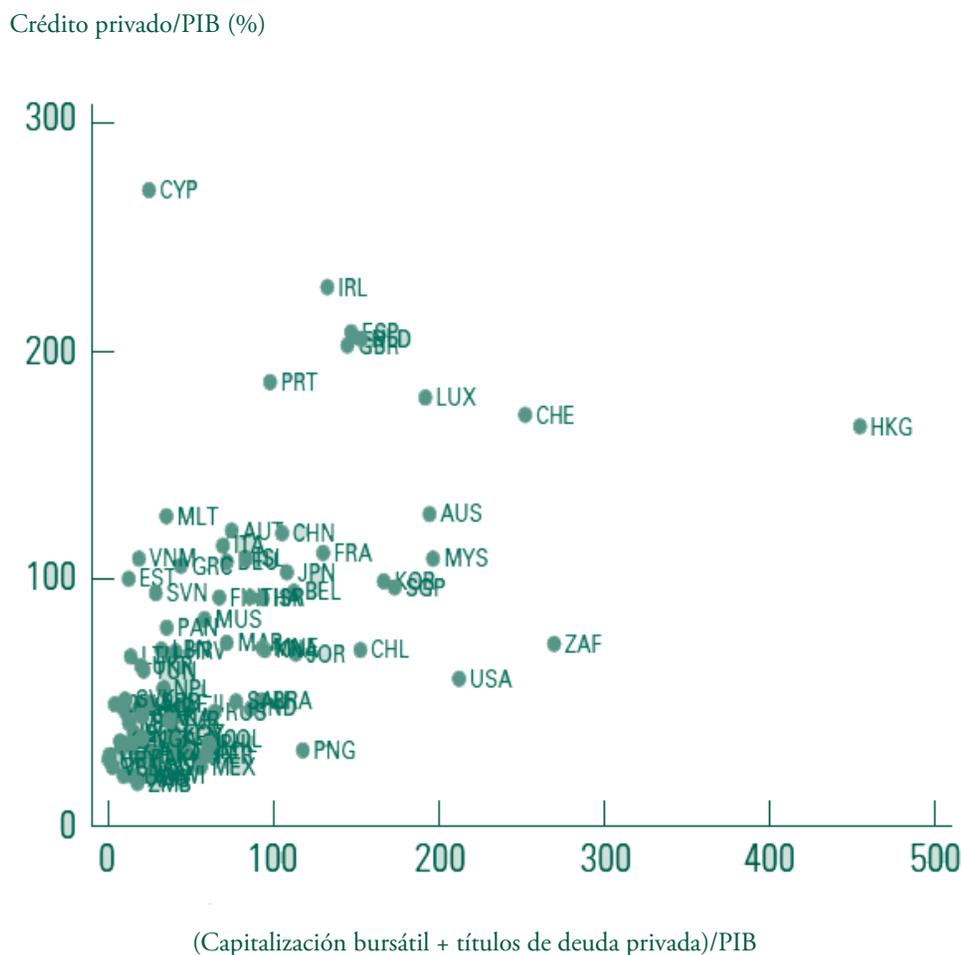
En el primer sistema, los bancos juegan el papel clave en la canalización de fondos desde los ahorradores hacia los demandantes de fondos, y especialmente las empresas no financieras. La función de intermediación financiera llevada a cabo por los bancos permite agrupar ahorros (depósitos) de pequeño importe, y a plazos reducidos, en préstamos de importe más elevado y a plazos más dilatados. Al realizar dicha intermediación los bancos llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una permanente función de *monitorización* de los prestatarios por los prestamistas, función que no podría llevarse a cabo de forma aislada por cada uno de dicho depositantes<sup>1</sup>. Frente a ese papel pivotal de los bancos, en un sistema orientado a mercados predomina la emisión de valores (acciones, bonos, etc.) por las empresas. Esos títulos son adquiridos por los ahorradores directamente (o a través de redes de distribución, bancaria o no bancaria), sin que ningún intermediario financiero altere la naturaleza del valor emitido.

Evidentemente, ambas formas de financiación coexisten en todos los países, y estos se diferencian por el mayor o menor peso específico de cada uno de ellos. A modo de indicadores sintéticos para determinar dicha especialización se suele utilizar, por un lado el saldo vivo de crédito bancario al sector privado, y por otro el valor de mercado de los valores, tanto de renta variable (*acciones*) como de renta fija (*bonos y obligaciones*) emitidos por empresas privadas. Y a efectos de poder comparar entre países, esos importes se suelen relativizar por alguna magnitud macroeconómica, como el Producto Interior Bruto (PIB).

En este sentido, el Gráfico 1 refleja la situación para una muestra de países (más de 100), al cierre de 2012, en un amplio ejercicio de caracterización de sistemas financieros llevado a cabo por el Banco Mundial<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Véase BOOT y THAKOR (1997): «Financial System Architecture»; *The Review of Financial Studies*, 10(3); (Autumn, 1997); pp. 693-733.

<sup>2</sup> *Global Financial Development. Database*, 2013.

Gráfico 1. Sistemas financieros: bancos *versus* mercados (2012). En porcentaje sobre el PIB

Fuente: *Global Financial Development Database*.

Del mismo se deduce una extraordinaria dispersión entre países, detectándose un claro sesgo hacia financiación bancaria en Europa, en oposición a lo que ocurre en Estados Unidos. En todo caso, y sin menoscabo de esa especialización, sobre la que profundizaremos en la sección 3, el gráfico ilustra que hay una razonable correlación positiva entre ambos indicadores en relación al PIB, poniendo de manifiesto que el grado de desarrollo financiero suele traducirse en contribuciones al crecimiento económico tanto en una como en otra forma (bancaria y mercados) de financiación de la economía, como en su día concluyese Levine<sup>3</sup> en su ya clásico trabajo.

En un trabajo posterior el propio Levine<sup>4</sup> se plantea si alguna de las dos especializaciones domina a la otra, en términos de apoyo al crecimiento económico. Los argumentos teóricos a favor de un sistema financiero basado en bancos enfatiza el papel de dichas entidades en la

<sup>3</sup> LEVINE (1997); pp. 688-726.

<sup>4</sup> LEVINE, R. (2002): «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?»; *William Davidson Working Paper* (442).

adquisición de información sobre las empresas, y en el *monitoring* de las mismas, así como en su capacidad de forzar un mejor gobierno corporativo en las mismas, con los correspondientes efectos positivos sobre la inversión empresarial y el crecimiento económico. Frente a ello, argumenta que los mercados se hallan mucho mejor predispuestos a financiar actividades con un alto componente innovador, y con mayor potencial de crecimiento asumiendo mayores riesgos. Allen y Gale (2000, p. 442) por su parte argumentan que bancos y mercados proveen diferentes servicios financieros, y una mezcla de ambos es necesaria para el crecimiento económico: las proporciones de uno y otro pueden variar en función del grado de desarrollo económico, pero también de aspectos como el marco legal. La respuesta a la cuestión de cual de los dos modelos es más apropiado debe dejarse, en todo caso, a la evidencia que pueda obtenerse de estudios comparativos internacionales.

Entre estos, probablemente el de mayor alcance es el llevado a cabo por Demirguc-Kunt, Feyen y Levine (2012), analizando más de 100 países durante más de tres décadas, y controlando efectos espurios. En dicho estudio se concluye que conforme las economías avanzan en su grado de desarrollo, se incrementa el uso de los servicios que proveen los mercados de valores, en detrimento de los aportados por el sistema bancario.

### 3. Financiación bancaria en Europa

#### 3.1. *Excesiva dependencia* (banking oriented)

Tradicionalmente se asimila a los países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido, fundamentalmente) con una mayor orientación a mercados, mientras que en Europa continental domina el peso de los bancos en los sistemas financieros.

Esa percepción puede verse corroborada en la Tabla 1, que muestra algunos elementos estructurales de los sistemas financieros de Estados Unidos y de la Unión Europea. Ambas zonas geográficas tienen un tamaño económico (PIB) y demográfico bastante similar, pero muestran una clara diferencia en cuanto a la especialización de sus respectivos sistemas financieros, con una presencia bancaria muy superior en la Europa continental que en EEUU. Concretamente, el sistema bancario europeo (medido por su volumen de activos, o por el peso de los mismos sobre el PIB) es casi cuatro veces el correspondiente a Estados Unidos; este, por el contrario, tiene una especialización mucho mayor en financiación directa a través de los mercados.

Tabla 1. Sistemas Financieros: UE y EEUU (2010)

	UE	EEUU
Bancos (número)	6.450	6.840
Activos bancarios (10 <sup>12</sup> \$)	32	11
Activos bancarios/PIB (%)	300	80
Flujos bancarios/financieros (%)	74	24

Fuente: *Afi en base a European Banking Federation Data. EU Banking sector: Facts and Figures (2010).*

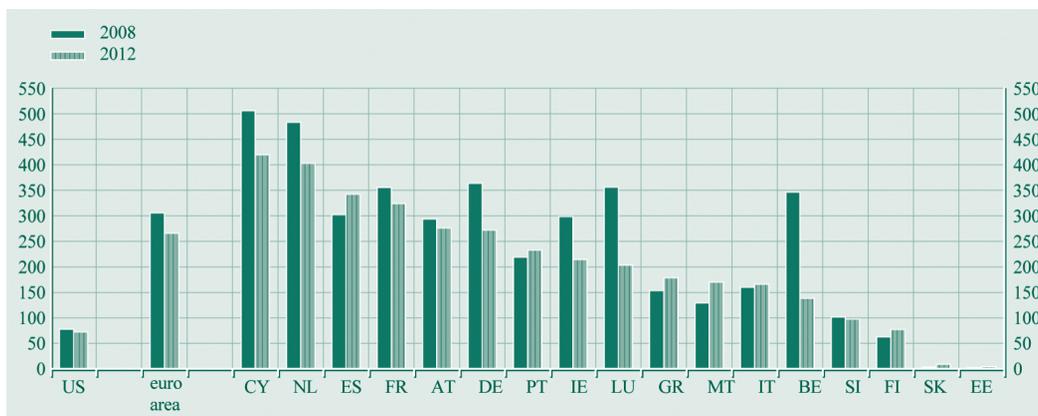
Una visión similar se obtiene del Gráfico 2, tomado del reciente informe del BCE sobre estructuras bancarias en la eurozona, que representa el peso de activos bancarios sobre el PIB, tanto para el conjunto de la eurozona como para los países integrantes, y diferenciando entre 2008 y 2012, para poder analizar los efectos de la crisis sobre el peso bancario en las economías. Dicho peso se ha reducido en el conjunto del área monetaria en unos 50 puntos porcentuales sobre el PIB, siendo dicha reducción más acusada en aquellos países (Alemania, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, Irlanda) que llevaron a cabo de forma más temprana recapitalizaciones de algunos de sus mayores bancos (HypoBank, Forties, ING, etc.), con la condicionalidad asociada de importantes enajenaciones de activos. En el caso español, por el contrario, no se percibe todavía, a 2012, ese descenso en los activos bancarios sobre PIB, algo que con toda probabilidad se pondrá de manifiesto ya en 2013.

En todo caso, de dicha tabla emerge de nuevo la clara conclusión de que, incluso tras ese mencionado descenso entre 2008 y 2012, el área euro –con una considerable heterogeneidad entre países– registra un peso de los bancos sobre el PIB que cuadruplica al existente en Estados Unidos.

Con una orientación a financiación bancaria mucho más acusada en Europa que en Estados Unidos, parece fuera de toda duda que Europa debe mostrar una sensibilidad mucho mayor a perturbaciones en el normal funcionamiento del sistema bancario, especialmente en términos de concesión de crédito. Esas disfuncionalidades afectarían, en el caso europeo, al 80 % de los flujos financieros de la economía, frente a poco más del 20 % en el caso estadounidense.

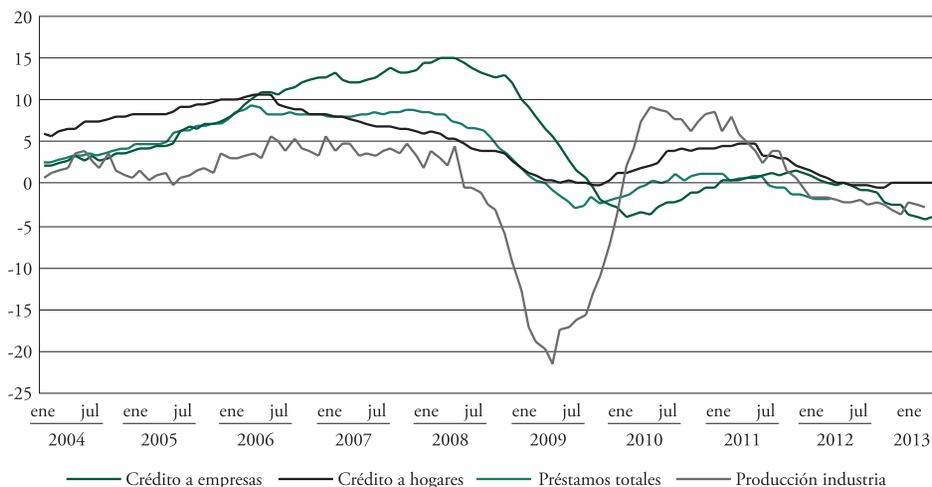
Y sin duda puede concluirse que se está produciendo un anormal funcionamiento en el sistema bancario europeo, especialmente en cuanto a financiación de empresas no financieras se refiere, como puede comprobarse en el Gráfico 3. Prácticamente cuatro años consecutivos arrastra ya el conjunto del sistema con tasas de variación negativas en el crédito a empresas no financieras. Ese comportamiento negativo de la inversión crediticia en empresas no hace sino amplificar la caída de la producción industrial, variable con la que guarda una estrecha correlación.

Gráfico 2. Activos totales de los sistemas bancarios nacionales. En porcentaje sobre el PIB



Fuente: Banco Central Europeo (*Banking Structures Report*, noviembre de 2013).

Gráfico 3. Crédito bancario en el área euro. En variación interanual



Fuente: Afi basado en datos del BCE.

### 3.2 Fragmentación bancaria en Europa

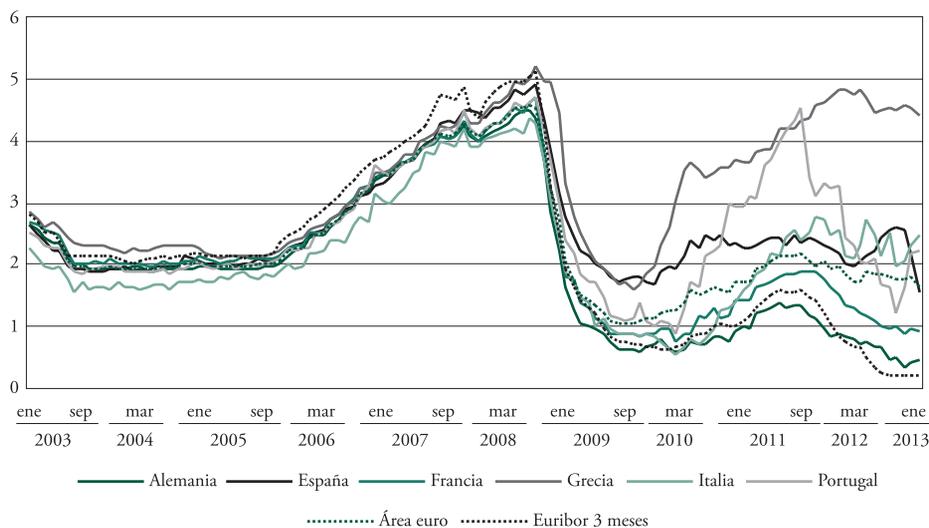
Pero más preocupante que el comportamiento agregado del crédito en Europa, y sin duda reflejo del principal problema bancario en el área, es la fragmentación que se ha venido produciendo entre sistemas bancarios de los diferentes países que la integran. Una primera evidencia de dicha fragmentación se produjo a mediados de 2011, cuando los mercados financieros mayoristas se cerraron prácticamente para los bancos de varios países europeos,

lo que provocó una actuación del BCE (LTRO) suministrando liquidez a los bancos, y que dicha institución pasara a convertirse en la principal fuente de financiación para los sistemas bancarios de varios países europeos, entre ellos España.

Pero no solo en los mercados financieros mayoristas se produjo la fragmentación. Mucho más peligrosa iba a ser la contaminación que se iba a generalizar en el mercado de depósitos minoristas, sin duda alguna el corazón del negocio bancario tradicional. Esa fragmentación en el negocio bancario minorista tendría una doble repercusión, tanto en coste como en disponibilidad de depósitos para las entidades financieras.

En el primer caso, el Gráfico 4 es suficientemente ilustrativo al respecto. El coste de los depósitos minoristas había sido históricamente muy homogéneo en toda Europa, con una variación que venía explicada fundamentalmente por la de los tipos del BCE, que actuaba como referencia para todos los sistemas bancarios de la eurozona. Sin embargo, desde principios de 2010 esa homogeneidad se rompe, dando paso a una extraordinaria divergencia entre países, con una banda de fluctuación de casi 4 puntos porcentuales.

Gráfico 4. Coste de los depósitos bancarios por países. En porcentaje

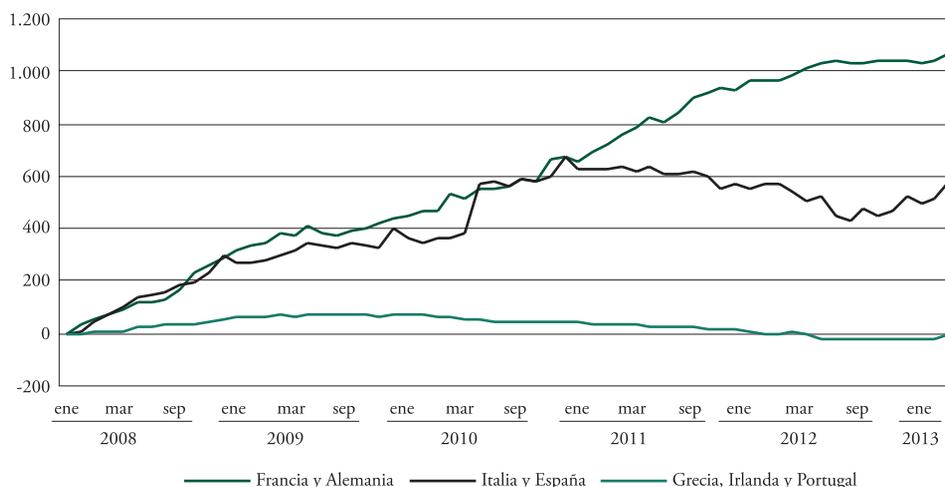


Fuente: Afi basado en datos del BCE.

Pero, incluso esa extraordinaria divergencia en el coste de los depósitos es incapaz de frenar el otro efecto incluso más preocupante, cual es la diferente dinámica en la evolución de los saldos de depósitos con clientes (Gráfico 5). Ya desde los primeros momentos de la crisis los países más débiles, Grecia Portugal e Irlanda, mostraron dificultades para hacer crecer su base de depósitos bancarios, que sí lo hacía en el resto de países. Pero fue a mediados de 2011, cuando se aceleró el fenómeno de la fragmentación en el segmento de depósitos bancarios: junto a los tres países mencionados, dos grandes, como España e Italia, comenzaron también

a sufrir una incapacidad para crecer en depósitos (de hecho, experimentaron caídas moderadas), al tiempo que países como Alemania y Francia registraban importantes crecimientos en su base de depósitos bancarios. Una divergencia tal en la evolución de los depósitos bancarios supuso una clara ruptura de la integración financiera en la eurozona, al tiempo que dificultó extraordinariamente la transmisión de los impulsos monetarios hacia el conjunto de las economías de la eurozona.

Gráfico 5. Variación acumulada de depósitos bancarios desde enero de 2008



Fuente: Afi basado en datos del BCE.

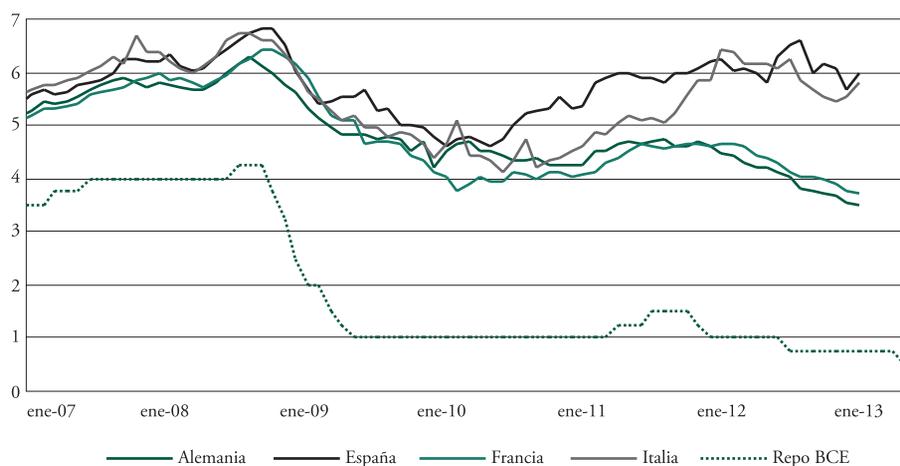
De hecho, esa incapacidad del sistema bancario para actuar como correa de transmisión de los impulsos monetarios se iba a ver también afectada por otro elemento de fragmentación bancaria en el seno del área euro, cual es la diferente dinámica en el deterioro de los balances bancarios.

Unas divergencias tan acusadas entre sistemas bancarios europeos, tanto en lo referente a su base de financiación estructural (depósitos), como en la calidad de sus activos, constituyen el germen para que la eurozona sufra también una peligrosa fragmentación en cuanto a capacidad de suministrar financiación a las empresas, lo cual es más preocupante dada la práctica inexistencia de otras fuentes de financiación no bancaria.

Eso es lo que se pone de manifiesto al analizar las condiciones de financiación empresarial por países (Gráfico 6). Las sucesivas reducciones de tipos de interés llevadas a cabo por el BCE desde el inicio de la crisis han tenido una traslación paralela en el coste de los nuevos créditos concedidos a empresas no financieras en Alemania y Francia. Pero nada de eso ha ocurrido en España o Italia, donde el escaso nuevo crédito que es concedido a las empresas (el flujo de nuevas concesiones ha caído en más de un 50 %) conlleva unos tipos de interés que exceden

entre 1,5 y 2 % a los de las empresas alemanas o francesas. Es evidente que una situación similar no constituye un ejemplo representativo de sistema financiero integrado, y desde luego no es el mejor caldo de cultivo para la necesaria inversión empresarial en que debe descansar la recuperación económica en países como España e Italia.

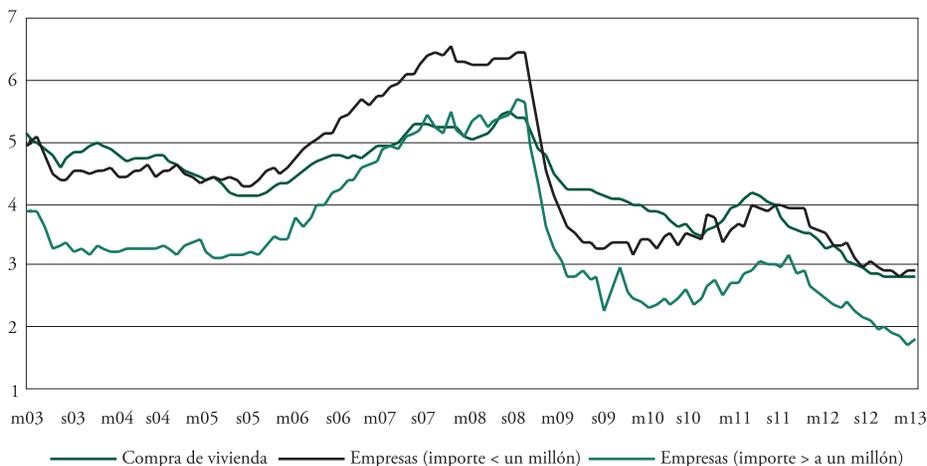
Gráfico 6. Coste de préstamos bancarios a empresas no financieras (plazo de 1 a 5 años, importe hasta 1 millón de euros). En porcentaje



Fuente: Afi basado en datos del BCE.

De hecho, la conclusión en términos de fragmentación financiera, y racionamiento crediticio, es incluso más preocupante si se analiza el comportamiento financiero en función del tamaño empresarial, aproximado por el volumen medio de las operaciones de crédito concedidas. En este sentido, el Gráfico 7 ilustra los tipos medios de concesión, en España y en Alemania, para préstamos a empresas, distinguiendo entre montantes de principal inferiores o superiores a un millón de euros. A modo de contraste, se presenta también el tipo medio de concesión, en ambos países, en préstamos a familias para adquisición de vivienda. Todos los datos proceden de la recopilación que mensualmente realiza el BCE de las operaciones de concesión por países. Las conclusiones que pueden obtenerse del gráfico son decepcionantes en términos de fragmentación y racionamiento financiero. Si bien cabía esperar un mayor coste financiero para pymes que para empresas de mayor dimensión, y esa diferencia se ha mantenido razonablemente estable en el caso alemán, en España se ha producido una clara segmentación entre uno y otro tipo de empresas, siendo las PME especialmente penalizadas frente a las de mayor dimensión, o incluso frente a la financiación hipotecaria. Dada la extraordinaria importancia que las PME tienen en el tejido productivo español, es obvio que corregir la segmentación y racionamiento financiero que actualmente sufren dicho tipo de empresas pasa a ser una necesidad ineludible para recuperar la senda de crecimiento en nuestro país.

Gráfico 7. Coste de préstamos bancarios a empresas (por tamaño) y hogares:  
Alemania frente a España



Fuente: Afi basado en datos del BCE.

#### 4. Desarrollo de mercados financieros para pymes en Europa

Sin menoscabo de esa fragmentación entre países, y las implicaciones para España, que abordaremos en la sección 5, lo cierto es que la pequeñas y medianas empresas en Europa viene padeciendo, desde el inicio de la crisis, una severa restricción en sus fuentes de financiación bancarias lo que, unido a una menor capacidad de generación interna de fondos, por la caída de beneficios en el marco de la crisis, debilita extraordinariamente su estructura financiera, obligando en muchos casos a posponer decisiones de inversión, o incluso acelerar desinversiones.

Esa vulnerabilidad financiera de las PME contrasta con su aportación a la creación de empleo y generación de valor añadido. Como se aprecia en la Tabla 2, los aproximadamente 23 millones de PME (incluyendo las microempresas) censadas en la Unión Europea generan más del 50 % del valor añadido, y más del 60 % de los empleos, pero apenas consumen el 10 % de los flujos financieros.

Tabla 2. Importancia relativa en las PME en la Unión Europea.  
En número de empresas por Estado miembro

País	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes	Total	Total UE-27 (%)
Austria	90.225	5.121	907	142	96.395	0,4
Bélgica	404.860	27.678	3.996	862	437.395	2,0
Bulgaria	259.074	23.380	4.582	722	287.756	1,8
Chipre	38.835	2.996	501	81	42.411	0,2
República Checa	894.645	32.840	6.986	1.441	935.913	2,5
Dinamarca	179.174	21.492	3.898	680	205.244	1,6
Estonia	41.448	5.509	1.046	157	48.161	0,4
Finlandia	205.460	12.722	2.241	613	221.036	0,9
Francia	2.443.667	150.479	22.068	4.805	2.621.022	10,9
Alemania	1.577.596	260.550	45.223	9.384	1.892.753	19,3
Grecia	695.733	22.075	2.894	577	721.277	1,6
Hungría	521.381	26.798	4.509	808	553.495	2,0
Irlanda	70.192	12.298	2.221	474	85.185	0,9
Italia	3.535.676	186.757	19.088	2.904	3.744.422	13,0
Letonia	61.790	8.579	1.513	203	72.086	0,6
Lituania	214.434	11.860	2.353	341	228.986	0,9
Luxemburgo	23.842	2.777	542	114	27.277	0,2
Malta	37.740	1.244	254	54	39.293	0,1
Países Bajos	526.147	50.294	8.816	1.612	586.865	3,7
Polonia	1.508.322	42.477	15.450	3.406	1.569.653	3,7
Portugal	985.430	38.679	5.508	792	1.034.409	2,8
Rumanía	475.852	49.798	9.637	1.681	536.967	3,7
Eslovaquia	51.726	18.358	1.912	502	72.497	1,3
Eslovenia	99.182	6.398	1.288	241	107.109	0,5
España	2.263.609	144.062	17.438	2.871	2.400.978	10,2
Suecia	553.519	27.614	4.898	1.014	587.043	2,0
Reino Unido*	4.332.565	173.405	30.475	6.320	4.542.765	12,9
<b>UE-27</b>	<b>22.069.124</b>	<b>1.366.204</b>	<b>42.801</b>	<b>23.698.393</b>		
Total (%)	93,1	5,8	0,9	0,2	100,0	
<b>Empleo</b>	<b>41.834.998</b>	<b>26.606.705</b>	<b>21.885.128</b>	<b>44.249.739</b>	<b>134.576.569</b>	
Total (%)	31	20	16	33	100	
Promedio del empleo por empresa	1,9	19,5	99,4	1.033,8	5,7	
<b>Valor añadido bruto (€m)</b>	<b>1.425.340</b>	<b>1.223.467</b>	<b>1.159.647</b>	<b>2.623.497,1</b>	<b>6.431.951</b>	
Total (%)	22,5	19,0	18,0	40,8	100,0	
Promedio del VAB/empresa (€m)	0,1	0,9	5,3	61,3	0,3	

\* Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido (2011).

Fuente: *Annual Report on EU SMEs 2010/2011*.

Una desproporción semejante es lo que está detrás de la preocupación que la Unión Europea viene mostrando para desarrollar mecanismos extrabancarios de financiación empresarial, siendo una pieza básica en este sentido la reciente publicación del *Green Paper on Long Term Financing of the European Economy* (Unión Europea, 2013). En él se deja claramente patente que la decreciente presencia del canal bancario en la financiación a largo plazo a las PME, sobre todo las de menor dimensión, abre nuevas oportunidades para otras instituciones financieras y financiación basada en mercados.

Es en este contexto en el que se ha reavivado en los últimos años el debate sobre el acceso de las empresas de menor dimensión a los mercados de capitales, mediante el establecimiento de segmentos de dichos mercados específicamente dirigidos a empresas de menor dimensión, con menores exigencias y costes. En el caso de mercados de acciones, la presencia en los mismos presenta para las PME ventajas no solo asociadas a la obtención de financiación, sino también referidas a aspectos como la institucionalización de la gestión y la continuidad del negocio (más allá del ciclo vital de los fundadores), así como visibilidad ante clientes, proveedores o financiadores.

Ahora bien, cabe afirmar sin temor a equivocarnos que esas ventajas han debido ser insuficientemente percibidas por las empresas, a juzgar por la escasa utilización de los nuevos mercados desarrollados en la mayoría de países europeos, como se señala en la Tabla 3<sup>5</sup>. Con la excepción del AIM (*Alternative Investment Market*), segmento de la Bolsa de Londres para empresas de menor dimensión y potencial de crecimiento, el resto de mercados alternativos de acciones en Europa ha tenido una muy escasa actividad, tanto en número de empresas, como en volumen captado desde su creación, o en capitalización de las empresas cotizadas.

Junto a esos mercados alternativos de acciones, también se han llevado a cabo iniciativas en torno a mercados de emisión de valores de renta fija. En este ámbito es sin duda Alemania el país que ha registrado un mayor avance. Muchas compañías de mediano tamaño, que nunca han sido muy receptivas a los mercados de acciones –tal vez por el temor a perder su control accionarial– sí que han apelado de forma intensa a la emisión de bonos en los segmentos de renta fija para entidades medianas (*Mittlstand Markt*) que las principales bolsas alemanas han puesto en marcha en los tres últimos años. El éxito de dicho mercado está fuera de toda duda, si se tiene en cuenta que en tres años de existencia han tenido lugar 80 emisiones con una captación de fondos de 3.500 millones de euros. Es este mercado alemán, en gran medida el espejo en el que se ha querido mirar el caso español para desarrollar un mercado alternativo de renta fija, al que nos referiremos con más detalle en la siguiente sección.

<sup>5</sup> ARCE, LÓPEZ y SANJUÁN (2011): «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales»; *CMNV. Documentos de Trabajo* (52).

Tabla 3. Principales mercados alternativos

Mercado alternativo	Operador	País	Fecha de creación	Capitalización a finales de 2010 (mill. de euros)	Número de compañías a finales de 2010
<b>Europa</b>					
AIM	London SE Group	Reino Unido	1995	92.056	1.195
Entry Standard	Deutsche Börse	Alemania	2005	12.984	129
Alternex	NYSE Euronext	Bélgica, Francia y Holanda	2005	5.020	155
First North	NASDAQ OMX Nordic Exchange	Finlandia, Islandia y Suecia	2005	2.536	124
AIM	Borsa Italiana	Italia	2008	357	11
MAB Expansión	BME	España	2008	286	12
<b>Resto del mundo</b>					
TSX Venture Exchange	TSX Group	Canadá	1998	54.049	2.376
Growth Enterprise Market	Hong Kong Exchanges	Hong Kong	1999	12.914	169

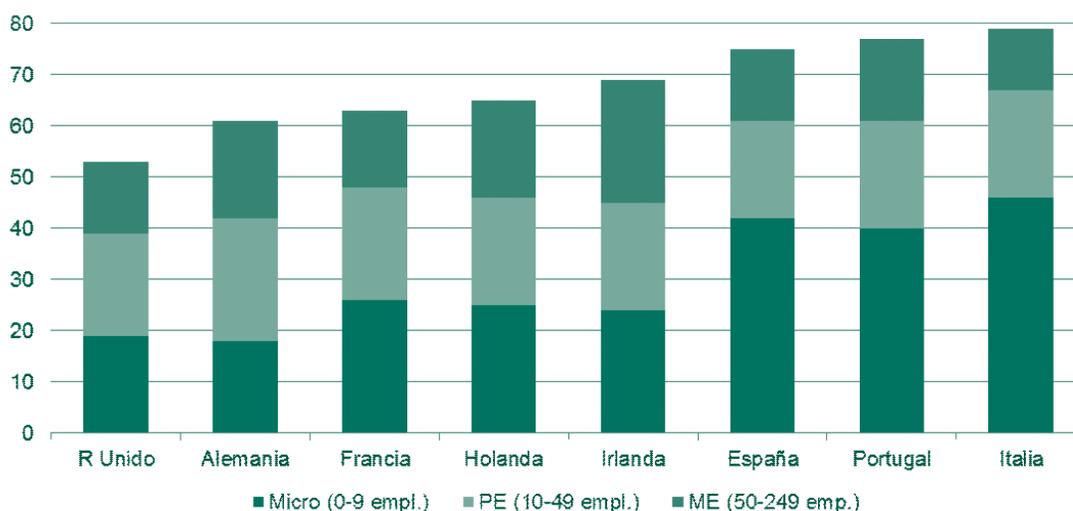
Fuente: ARCE *et al.* (2011).

## 5. Bancarización y mercados desde la perspectiva de las PME españolas

En el caso español, la crisis ha provocado una restricción financiera sin precedentes para el conjunto de la economía, y en especial para el sector empresarial. Las PME se han visto afectadas de modo singular por esta restricción puesto que no han dispuesto de acceso a la financiación a través del mercado de capitales y los canales de financiación bilaterales distintos del bancario tradicional no han dispuesto hasta la fecha del desarrollo necesario.

Es conocido que el tejido empresarial español se caracteriza por una mayoritaria presencia de empresas de muy reducida dimensión, con escasa apertura al exterior, y con muy débil estructura financiera. El Gráfico 8 pone de manifiesto cómo en el agregado de PME, en el caso español dominan abrumadoramente las entidades muy pequeñas (microempresas), con menos de 9 empleados, al tiempo que apenas tienen representación las empresas de dimensión media. Ese es uno de los problemas para tratar de importar al caso español el modelo alemán de mercados de renta fija, claramente dirigido a empresas de dimensión media.

Grafico 8. Distribución de empleados por tamaño de empresa (2012). En porcentaje



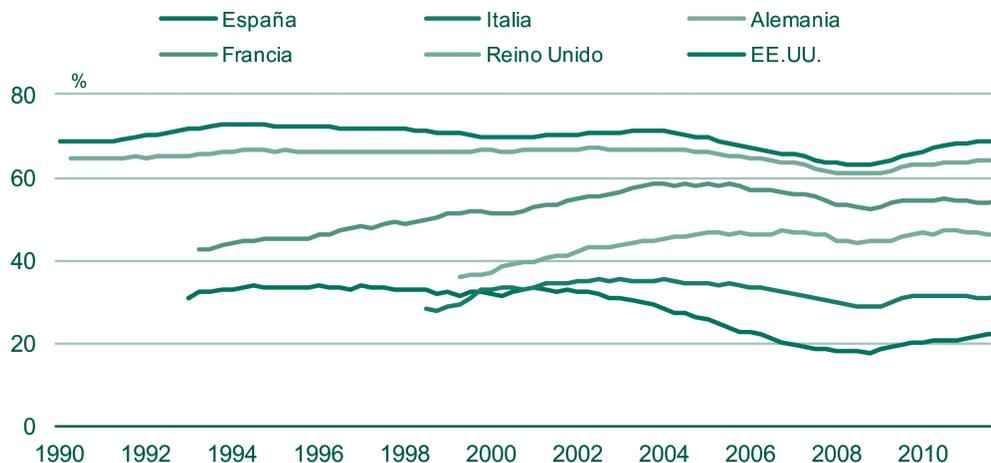
Fuente: DIRCE, *European Commission Annual Report on SMEs in the EU 2012*.

Probablemente esa intensa presencia de microempresas en el tejido productivo español explica el sesgo hacia la financiación bancaria existente en las empresas españolas. El Grafico 9 adjunto, tomado de Rodríguez Quejido<sup>6</sup> muestra, para el agregado de empresas no financieras en España y en los grandes países europeos y Estados Unidos, el peso de la financiación obtenida en mercados sobre el total. La posición de España está situada claramente en el extremo inferior, y de forma estructural, con apenas un 20 % de la financiación obtenida mediante apelación a mercados de valores.

No va a ser tarea fácil reducir la dependencia que nuestra economía, y muy especialmente las PME, han desarrollado respecto de la financiación bancaria. Pero la sequía de esta no va a ser algo transitorio, por lo que el desarrollo de mecanismos de financiación directa, tanto en recursos propios como en deuda, pasa a ser una necesidad ineludible si queremos retornar en algún momento a sendas de crecimiento mínimamente sostenibles. De ahí la importancia de desarrollar mecanismos de financiación alternativos al canal bancario, como forma de alimentar financieramente a un tipo de empresas en las que la *ratio de aprovechamiento de cada unidad financiera invertida* es extraordinariamente elevada.

<sup>6</sup> RODRÍGUEZ QUEJIDO (2010), pp. 245-258.

Grafico 9. Financiación de mercado (M) versus bancaria (B) de las sociedades no financieras (M/[M+B]). En porcentaje



Fuente: Bancos Centrales Nacionales Dealogic. Datos hasta el cuarto trimestre de 2011.

El propio memorando de entendimiento (MoU) asociado al rescate bancario, en su párrafo 27, requiere al Gobierno de España que desarrolle mecanismos para el reforzamiento de la intermediación financiera no bancaria, requisito que complementa más adelante (párrafo 31) con la invitación a reducir plazos, y eliminar barreras, para la constitución de empresas.

Es a ese requerimiento del MoU a lo que responde la reciente puesta en marcha del mercado alternativo de renta fija (MARF), operado bajo el marco de Bolsas y Mercados, y tratando de mimetizar al máximo los elementos configuradores del anteriormente mencionado *Mittlestand Markt* alemán. En todo caso, y para no incurrir en unas expectativas demasiado optimistas respecto al futuro del mismo, conviene acotar el tipo de empresas para las que el mismo será viable.

El análisis de las alternativas de financiación a través de canales diferentes al bancario tradicional ha de realizarse teniendo en cuenta que dentro del segmento de PME no todas las dimensiones son apropiadas para el empleo de determinados canales de fondeo. La experiencia internacional muestra que la separación del segmento de PME entre empresas medianas y empresas pequeñas es clave con el fin de optimizar el empleo de canales alternativos de financiación.

Así, las medianas empresas con una facturación superior a 100 millones de euros, pueden tener capacidad para absorber los elevados costes fijos de las emisiones, derivados de los requisitos de protección a los inversores establecidos por los reguladores de los mercados. En el caso de las empresas de menor dimensión, por el contrario, va a ser extraordinariamente difícil que puedan apelar a dicho mercado, por lo que muy probablemente deberán seguir descansando en la financiación bancaria, como único complemento a sus fondos propios y a la financiación comercial.

Dado que es en este segmento de empresas (pequeñas, o incluso micro) donde se va a seguir concentrando el problema de la restricción crediticia, se hace muy necesario avanzar en mecanismos que permitan a los bancos reducir el consumo de recursos propios en su financiación a PME, o bien desarrollar mecanismos de refuerzo que permitan establecer un riesgo compartido para las primeras pérdidas, mitigando así el consumo de recursos propios para la entidad. Un importante papel en este sentido podría ser jugado por las *sociedades de garantía recíproca* (SGR), si bien las mismas cuentan actualmente con muy reducidos niveles de capital, por lo que sería altamente aconsejable reforzar financieramente a este tipo de entidades, bien de forma directa, o a través de un apoyo secundario a las mismas desde la Compañía Española de Reafianzamiento.

Finalmente, y como reflexión con proyección futura respecto al desarrollo de canales de financiación no bancarios, cabe hacer una mención al auge que en algunos países están teniendo esquemas basados en las redes sociales (*crowdfunding, peer-to-peer lending*, etc.) y su facilidad para poner en contacto a demandantes de fondos con una amplia masa de potenciales inversores y/o prestamistas.

## Referencias bibliográficas

- ALLEN, F. y GALE, D. (2000): *Comparing Financial Systems*; MIT Press, Cambridge, MA.2000
- ANNUAL REPORT on EU SMEs 2010/2011.
- ARCE, O.; LÓPEZ E. y SANJUÁN, L. (2011): «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales»; *CMNV. Documentos de Trabajo* (52).
- BOOT, A. W. A. y THAKOR, A. V. (1997): «Financial System Architecture»; *The Review of Financial Studies*, 10(3); (Autumn,1997); pp.693-733.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; FEYEN, E. y LEVINE, R. (2012): «The Evolving Importance of Banks and Securities Markets»; *World Bank Economic Review*.
- EUROPEAN COMMISSION (2013): *Green Paper on Long Term Financing of the European Economy*.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2013): *Banking Structures Report*. November 2013.
- EUROPEAN BANKING FEDERATION (2010): *EU Banking sector: Facts and Figures*. Nov. 2010.

- LEVINE, R. (2002): «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?»; *William Davidson Working Paper Number 442*. feb 2002.
- LEVINE, R. (1997): «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda»; *Journal of Economic Literature*, 35(2); pp. 688-726.
- RODRÍGUEZ QUEJIDO, V. (2013): «Hacia un sistema financiero español más equilibrado: el papel de los mercados de valores»; en *Desapalancamiento y Crecimiento en España*. Fundación de Estudios Financieros; pp. 245-258.
- WORLD BANK (2013): *Global Financial Development Report. Rethinking the Role of the State in Finance*.