



FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA A TRAVÉS DE LOS MERCADOS CAPITALES

Domingo J. García Coto y Javier Garrido Domingo
Bolsas y Mercados Españoles (BME)

Resumen

El proceso de construcción de un sistema financiero que facilite a las empresas el acceso a la financiación de diferentes modos y en diferentes circunstancias es altamente complejo, y en el caso de la Unión Europea va a requerir años de puesta en marcha y funcionamiento. La financiación a través de mercados de los fondos propios y de los fondos ajenos requiere de una sofisticada estructura institucional con mecanismos e instrumentos de control adecuados. La presencia en mercados públicos de cotización tanto de renta variable como de deuda corporativa es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza, y durante mucho tiempo se ha infravalorado a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. De forma gradual van adquiriendo importancia las alternativas de financiación basadas en el mercado de capitales. Así, por ejemplo, el acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de deuda corporativa es, en los últimos años, creciente. La Bolsa española ha contribuido de forma importante a ampliar las opciones de financiación ajena para empresas de menor tamaño con la puesta en marcha en 2013 del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). También van ganando cuerpo las nuevas alternativas de financiación en forma de capital impulsadas en los últimos años para aliviar la dependencia de la financiación ajena de las empresas de tamaño más reducido. Este es el caso en España del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para acciones de empresas en expansión. Finalmente, ampliar el acceso a la financiación para empresas innovadoras, jóvenes y otro tipo de compañías no cotizadas de tamaño pequeño y mediano es también uno de los objetivos centrales del Plan de Acción para construir una Unión de Mercados de Capitales en Europa fuerte y que impulse la economía y el empleo.

Abstract

The process of building up a financial system which provides companies with access to different methods of financing under different circumstances is highly complex and in the case of the European Union is going to need years to start up and function. Financing one's own funds and outside funds through markets requires a sophisticated institutional structure with suitable control mechanisms and tools. The presence on public markets of both variable income and corporate debt quotations is valuable tool which contributes to economic growth by supporting companies and creating wealth of richness and for a long time has been undervalued when designing policies and measures to promote the size of business, job creation and wealth. Finance alternatives based on the capital market are gradually gaining importance. Thus, for example, access by non-financial Spanish companies to corporate debt markets has grown in recent years. The Spanish Stock Exchange made a significant contribution towards expanding outside finance options for smaller companies with the launch of the Alternative Fixed Income Market (MARF) in 2013. New finance alternatives in the form of capital have been gaining ground, boosted in recent years to ease smaller companies' dependence on outside finance. This is the case in Spain with the Alternative Stock Exchange Market (MAB) for shares in expanding companies. Finally, extending access to finance for innovative, young and other unquoted small and medium-sized companies is also one of the central aims of the Plan of Action to built up a strong Union of Capital Markets in Europe to give a boost to the economy and employment.

1. Introducción

España dispone de un sector bancario y de unos mercados financieros y de capitales razonablemente adecuados y capaces de cumplir su función de captar los recursos procedentes de los

proveedores de financiación para la economía y canalizarlos y asignarlos de forma eficiente para garantizar el suministro de los flujos de financiación necesarios para el desarrollo económico¹.

Estar razonablemente satisfechos de la solidez financiera de la economía española no significa obviar el amplio margen de mejora reconocido en la gran cantidad de iniciativas y procesos en curso, tanto en el ámbito español como en el de la Unión Europea, que persiguen mejorar y fortalecer tanto el sector bancario como los mercados financieros y de capitales².

Son estos últimos mercados denominados *de capitales* o *de valores* los que, tanto en España como en Europa continental, presentan una mayor oportunidad de aprovechamiento en el sentido de que un mayor número de empresas puedan acceder a ellos diversificando así sus fuentes de financiación, con el objetivo de afrontar en condiciones más favorables tanto su crecimiento como los cambios de ciclo económico y sectorial³.

En este artículo se traza una panorámica de la financiación de la empresa española a través de los mercados regulados de capitales o de valores, con especial atención a la empresa no financiera y específicamente a la situación en los últimos años, marcados por la profunda crisis económica y financiera mundial que ha sido especialmente dura para España y cuyas secuelas todavía perviven en prácticamente todas las áreas y ámbitos de la economía mundial. También se hace referencia a las perspectivas futuras.

2. Repercusión de la crisis en la financiación empresarial

2.1. Dificultades de financiación y endeudamiento de la empresa española

Entre las repercusiones negativas de la crisis económica y financiera mundial que se desata en toda su intensidad ya en 2008 destaca la mayor dificultad de financiación de las empresas. A partir de entonces esta ha sido una preocupación prioritaria de las autoridades económicas en España y en Europa compartida también por los principales organismos financieros internacionales.

Desde 2014 mejora en España y en Europa el acceso de las empresas a la financiación, pero esta mejora de las condiciones financieras no es aprovechada suficientemente por un colectivo muy amplio de empresas cuya financiación ajena depende prácticamente en su totalidad de las entidades bancarias. Este es el caso de muchas empresas de tamaño mediano y pequeño que soportan condiciones adversas de acceso a la financiación y endurecidas respecto al resto de las empresas⁴.

¹ Con estas palabras lo expresan Ureta y García Coto (2015) como conclusión a su análisis del sistema financiero español.

² En el ámbito de los mercados de capitales, en 2015 la Comisión Europea lanzaba la iniciativa de largo alcance denominada *Capital Markets Union* (CMU), que engloba múltiples actuaciones y en España se aprobaba la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, también compendio de acciones. A ambas se hace referencia más adelante en este artículo.

³ Las palabras del presidente de la Comisión Europea, J. C. Juncker, en su discurso del mes de julio de 2015 ante el Parlamento Europeo sobre el Plan de Acción resultan esclarecedoras: «Debemos complementar las nuevas reglas europeas para los bancos con una Unión de Mercados de Capitales. Para mejorar la financiación de nuestra economía debemos desarrollar e integrar los mercados de capitales. Se reducirá el coste de obtener capital, sobre todo para las pymes, y ayudará a reducir la elevada dependencia de la financiación bancaria. Aumentará así el atractivo de Europa como lugar para invertir».

⁴ Maudos y García Coto (2015); pp. 9-10.

Entre las razones que han originado la crisis económica y financiera mundial y que han repercutido en la capacidad de las empresas de acceder a la financiación se encuentra en lugar destacado el elevado endeudamiento de las mismas⁵, que en el caso de España es fruto de las favorables condiciones que se encontraron las compañías en los primeros años del euro bajo el criterio de aumento de su valor. La llegada de la crisis afecta seriamente la rentabilidad de las empresas⁶ y cambia las condiciones de riesgo de los años anteriores y el endeudamiento deseado para muchas empresas se reduce en términos relativos y absolutos por el descenso del valor de los activos⁷.

2.2. Desapalancamiento y corrección del sobreendeudamiento

Las empresas se enfrentan entonces a un proceso lento y exigente de desendeudamiento con medidas como: potenciar la presencia en proyectos con flujos de caja positivos, desinvertir en activos improductivos y en activos no estratégicos, y reducir costes tanto operativos como de inversión⁸.

Los resultados de este proceso seguido por un amplio colectivo de compañías españolas son bastante satisfactorios (Gráficos 1 y 2) y, de acuerdo con la evidencia aportada por Salas, ya en el año 2015:

«El diagnóstico de sobreendeudamiento de las empresas españolas es distinto según el indicador que se utilice y, sea cual sea este, se circunscribe al sector de la construcción e inmobiliario y al colectivo de empresas pequeñas y de corta edad nacidas muchas de ellas al rebufo de la burbuja; en estas últimas debido sobre todo al descenso tan importante en su rentabilidad en los años de crisis. La percepción de sobreendeudamiento generalizado es consecuencia de los efectos del contagio resultante de la crisis por pérdida en el valor de los activos en sectores como la construcción y el inmobiliario que llegan a concentrar ellos solos más del 50 % del crédito bancario concedido a las empresas no financieras»⁹.

En suma, hay una tendencia de reducción del endeudamiento impulsada por la reducción de la rentabilidad y por las mayores dificultades de financiación como consecuencia de la nueva regulación y de los problemas a los cuales se enfrentan las entidades financieras. Siguiendo una vez más a Salas: «Los datos disponibles dibujan una convergencia en la estructura financiera de las empresas hacia ratios de deuda sobre activos próximos a los valores de los años anteriores al *boom* inmobiliario: 40 % de deuda y 60 % de fondos propios, con menos deuda en las

⁵ Sin duda, otro factor también muy destacado es la dificultad del sector bancario para seguir desempeñando su papel en las mismas condiciones que antes de la crisis. Se trata en profundidad en otros artículos de este monográfico, y también en Maudos y Fernández de Guevara (2014) puede encontrarse un análisis detallado del endeudamiento de las empresas españolas y las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

⁶ Gómez Montejo (2013); p. 89.

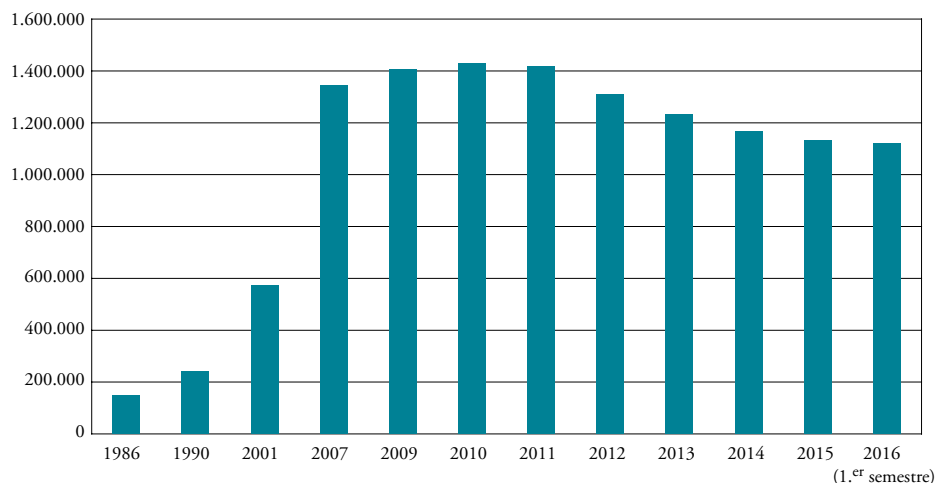
⁷ Maudos y García Coto (2015); pp. 9-10, resumen los argumentos de Salas (2015).

⁸ Falcones (2013); p. 83.

⁹ Salas (2015); pp. 43-44.

empresas pequeñas que en las grandes»¹⁰. En los años inmediatamente anteriores a 2011 el nivel de deuda sobre activos se situó por encima del 50 %¹¹.

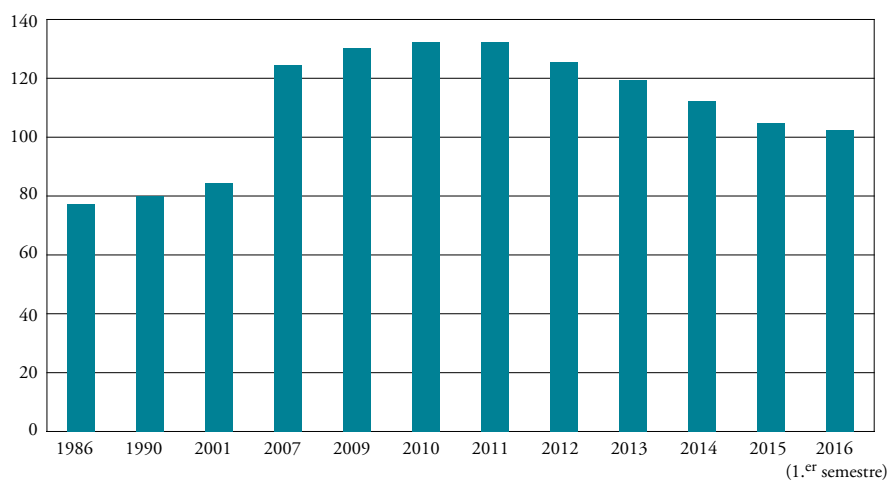
Gráfico 1. Endeudamiento de empresas no financieras españolas. En millones de euros



* Incluye emisiones de deuda y préstamos en el pasivo de las empresas no financieras.

Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España.

Gráfico 2. Endeudamiento de empresas no financieras españolas. En porcentaje sobre el PIB



* Incluye emisiones de deuda y préstamos en el pasivo de las empresas no financieras.

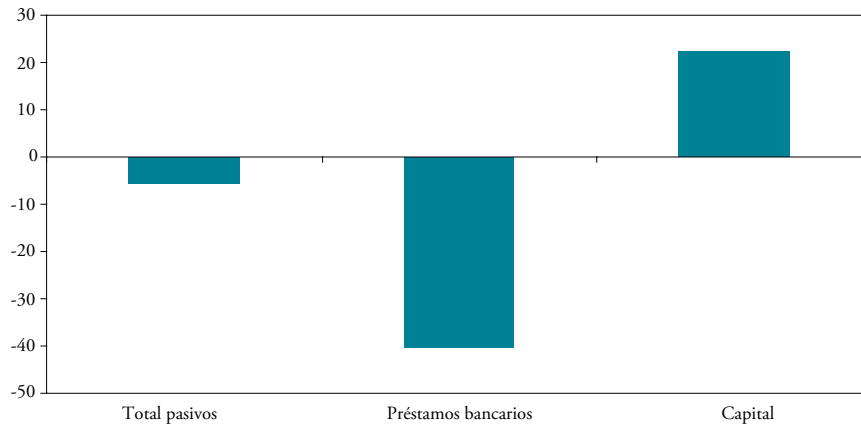
Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España.

¹⁰ Salas (2015); p. 45.

¹¹ Tanto el sector construcción e inmobiliario como las pequeñas empresas se separan ampliamente de estos niveles. En el caso de las empresas del sector constructor e inmobiliario, los niveles de endeudamiento son muy superiores al 50 % y en el de las pequeñas empresas son inferiores pero se enfrentan a dificultades de viabilidad.

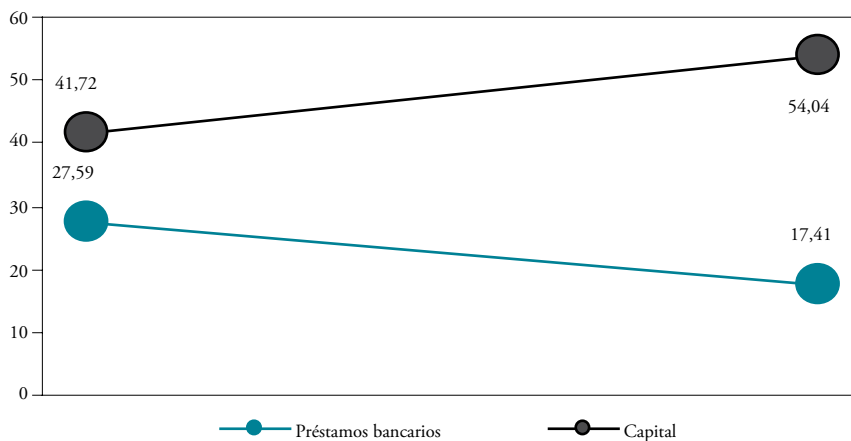
Esta tendencia al desendeudamiento externo, mayor peso de los recursos propios en la estructura de financiación y diversificación de las alternativas y canales de obtención de recursos por parte del grueso del tejido empresarial no financiero español, queda bien recogida en los datos de evolución de los pasivos de este sector que recogen de manera bastante precisa las cuentas financieras de la economía española elaboradas por el Banco de España (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3. Variación del valor de los pasivos de las sociedades no financieras en España entre diciembre de 2008 y junio de 2016. En porcentaje



Fuente: *Cuentas financieras*. Banco de España.

Gráfico 4. Peso de diferentes instrumentos en el pasivo de las sociedades no financieras en España en diciembre de 2008 y junio de 2016. En porcentaje



Fuente: *Cuentas financieras*. Banco de España.

En ellas observamos que entre diciembre de 2008 y junio de 2016, el importe de los pasivos mantenidos por las empresas no financieras (SNF) se ha rebajado un 5,53 % (de 3,5 a 3,3 billones de euros) con un descenso muy llamativo del recurso al préstamo bancario, cuyo saldo en el balance cae un 40,39 % pasando de casi 1 billón de euros a 0,577 billones en 7 años y medio. Este recurso ha sido sustituido cuantitativamente en gran medida por capital o *equity* en diferentes variedades, que en el mismo período ha crecido un 22,36 %, aumentando desde 1,46 a 1,79 billones de euros.

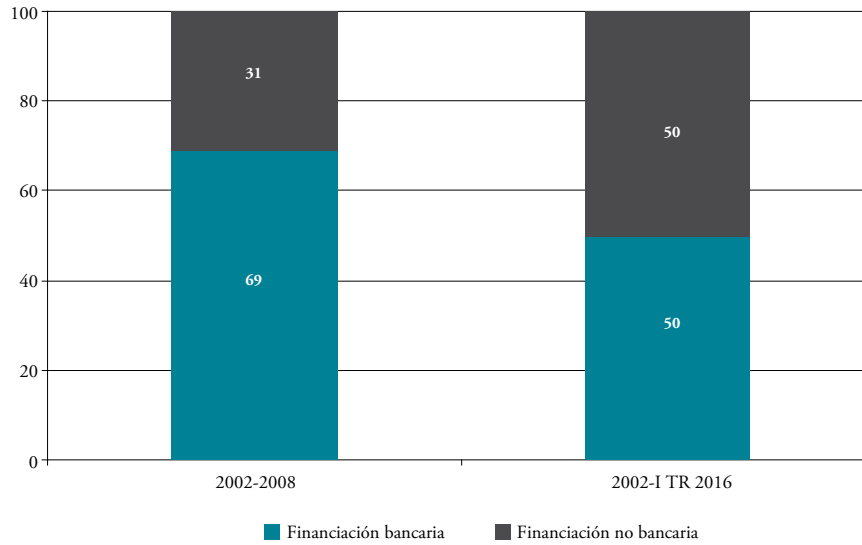
Estos cambios han propiciado que el peso de los diferentes instrumentos de financiación empresarial en el pasivo de las compañías no financieras españolas haya variado bastante entre 2008 y 2016. Así, los préstamos bancarios han pasado de representar 27,5 puntos porcentuales del pasivo total a algo más de 17 %, mientras que el *equity* se ha disparado desde el 42 % hasta el 54 %.

Las modificaciones en la estructura de financiación de las sociedades no financieras españolas se aprecia contundentemente en las transformaciones experimentadas en los balances de las compañías no financieras nacionales de mayor tamaño: las cotizadas en Bolsa y pertenecientes al IBEX 35. Como veremos más adelante con cierto detalle, entre 2010 y 2015 su patrimonio neto ha crecido un 15,4 %, la financiación bancaria ha caído un 39,8 % y la conseguida con emisión de deuda ha crecido un 22,9 %.

Son datos elocuentes respecto a la magnitud y la tendencia de los cambios que está experimentando la financiación empresarial tras los negativos acontecimientos desatados en la recta final de 2007. Además, dejando al lado los importes, son datos que insertan a España en la tendencia instaurada en las economías avanzadas y en Europa en los últimos años: según un informe recientemente publicado por el ‘Grupo de los 30’ y con datos de Mckynsey Global Institute, desde la crisis financiera la deuda corporativa ha sido la fuente principal de financiación empresarial en las economías avanzadas. Este recurso creció para ese grupo de países en 2,3 billones de dólares entre 2009 y 2014 (frente a 0,7 billones entre 2004 y 2008), mientras el préstamo bancario cedió 0,9 billones en el período tras crecer 4 billones en los 4 años anteriores y la titulización se dejó 0,5 billones contra un crecimiento cuatrienal previo de 0,8 billones.

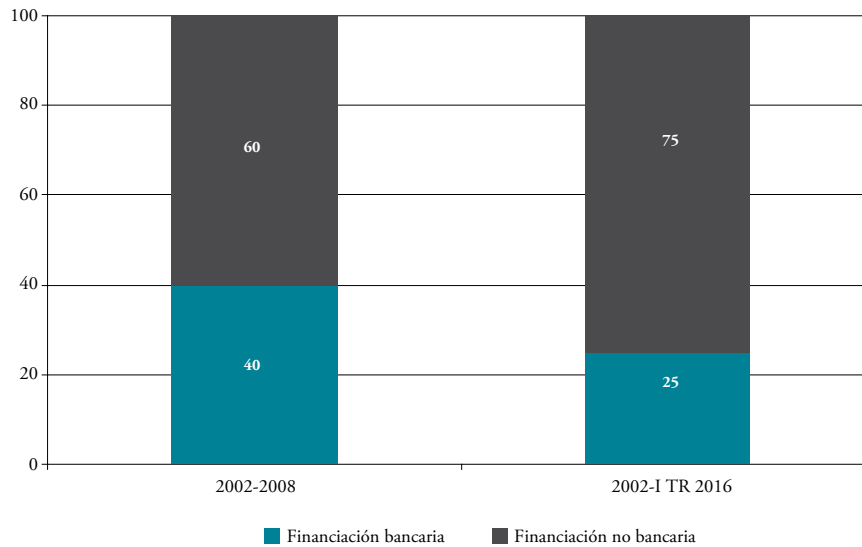
Esta evolución es confirmada para la zona euro y también para Estados Unidos en el último informe sobre tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras publicado por el Banco Central Europeo (BCE) en su *Boletín Económico* (5) de 2016. Según el mismo, el porcentaje de operaciones de financiación acumuladas entre 2002 y 2008 para las sociedades no financieras de la eurozona fue bancario en un 70 %. La misma medición ampliando el período desde 2002 hasta el primer trimestre de 2016 reduce este porcentaje hasta el 50 %. Eso significa que la estructura financiera de las empresas de la eurozona se ha equilibrado mucho en los últimos años. Algo que, como hemos visto en España, también está ocurriendo y que acerca a Europa a un dibujo de financiación más parecido al de EEUU que, en la misma comparativa mencionada, también ha pasado de casi un 40 % de financiación bancaria a solo algo más del 24 % en el período más amplio contemplado (Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5. Financiación de cada tipo en la total de las sociedades no financieras de la zona euro.
En porcentaje



Fuente: BCE. Elaboración propia.

Gráfico 6. Financiación de cada tipo en la total de las sociedades no financieras de EEUU.
En porcentaje



Fuente: BCE. Elaboración propia.

2.3. *Diversificación de la financiación empresarial*

La tendencia a la reducción del endeudamiento, y la toma de conciencia por parte de las empresas del efecto nocivo de las restricciones crediticias en algunos momentos del ciclo económico, también impulsan a las compañías a valorar la importancia de la diversificación de las fuentes de financiación¹².

Es a partir de esta premisa donde se enmarcan las iniciativas citadas anteriormente de impulso de los mercados de capitales tanto en Europa¹³ como en España. No obstante, el proceso de construcción de un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible que facilite a las empresas el acceso a la financiación de diferentes modos y en diferentes circunstancias es altamente complejo y en el caso de la Unión Europea va a requerir años de puesta en marcha y funcionamiento¹⁴. La financiación a través de mercados de los fondos propios y de los fondos ajenos requiere de una sofisticada estructura institucional con mecanismos e instrumentos de control adecuados.

De hecho, tal como señala el BCE recientemente¹⁵, el aumento de la apelación de las empresas no financieras europeas a mecanismos ajenos al canal bancario obedece a algunos factores positivos para el proceso pero de un fuerte componente coyuntural. Así, se señalan entre otros factores el prolongado período de debilidad del crédito bancario o una actividad emisora de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras (SNF) relativamente intensa, alentada también por el programa de compra de bonos corporativos puesto en marcha el 10 de marzo de 2016 por el BCE. El análisis concluye afirmando que «queda por ver si la tendencia actual hacia un modelo de financiación a la economía real basado en mayor medida en los mercados continuará cuando el crédito bancario se haya recuperado totalmente».

Es necesario que se produzcan cambios profundos en el sistema financiero y en la estructura del ecosistema empresarial para que la diversificación de fuentes de financiación cobre un sentido pleno y arraigue en la cultura empresarial. Esto es así en toda Europa, pero especialmente en países como España, donde existe un tejido empresarial muy atomizado y mayoritariamente compuesto por pymes con un tamaño excesivamente pequeño, que hace difícil o simplemente inviable el planteamiento de acercarse a los mercados para demandar financiación.

¹² En Requeijo, dir. (2014) puede encontrarse evidencia sobre la necesidad de diversificar la financiación empresarial en España.

¹³ La ya citada iniciativa Unión de Mercados de Capitales (UCM o CMU en sus siglas inglesas).

¹⁴ Un lúcido análisis puede encontrarse en Lanoo (2015).

¹⁵ *Boletín Económico del BCE* (5, 2016); pp. 34-37.

3. Financiación de la empresa española a través de mercados

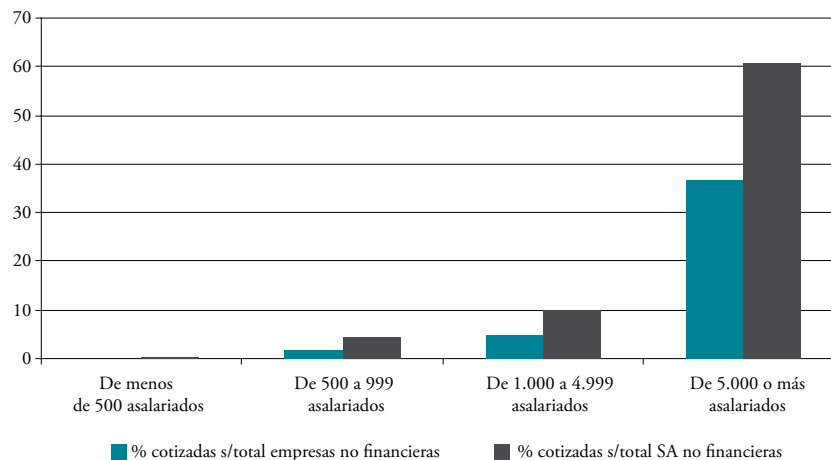
3.1. La escasa presencia en los mercados de capitales

En consonancia con el peso abrumadoramente mayoritario del crédito bancario en la financiación de las empresas españolas, situación que es paralela a la existente en términos generales a Europa continental, la presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales ha sido históricamente y es actualmente escasa a pesar de las grandes ventajas que ofrece a la hora de financiar procesos de expansión exterior¹⁶.

Al cierre de noviembre de 2016, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), existían en España 3,2 millones de empresas con diferentes formas jurídicas. De estas, 2,7 millones tienen menos de tres empleados y solo 1.734 superan los quinientos empleados de las cuales 1.663 pertenecen al sector no financiero.

Por su parte, de este conjunto solo 85.430 empresas son sociedades anónimas, las únicas que pueden cotizar en mercados de valores oficiales. Y de estas últimas solo hay 784 que operen en el sector no financiero y superen los 500 empleados (Gráfico 7).

Gráfico 7. Presencia relativa de empresas no financieras en la Bolsa española por número de empleados. En porcentaje



* Información general: el número de empresas no financieras en España con más de 3 empleados es 542.345; el número total de SA no financieras en España con más de 3 empleados es 41.122 y las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa española es de 192.

Fuente: Base DIRCE del INE (2016), BME. Elaboración propia.

¹⁶ En García Coto y Fernández Valbuena, dirs. (2015): se pone de relieve la importancia e influencia que tienen las empresas cotizadas en Bolsa sobre el gran impulso económico exterior de la economía española en los últimos 25 años.

Pues bien, a día de hoy podemos decir que no son más de tres centenares las empresas que en España han emitido títulos de deuda o capital en algún mercado a pesar de que, como veremos puntualmente, la importancia o el peso en el conjunto de la economía española de las empresas cotizadas es tremendamente elevado. Un dato que realza la importancia de la retroalimentación positiva que se produce entre el crecimiento de los negocios y la presencia de sus valores cotizando en los mercados financieros.

Concretamente las cerca, de 200 compañías españolas no financieras que cotizan actualmente en la Bolsa española (incluidas las 38 empresas del MAB y las ya casi 30 SOCIMI) representan el 0,02 % del tejido empresarial español y el 0,26 % de las sociedades anónimas. Esa representación se eleva al 60 % en el caso de las 61 SA no financieras censadas de más de 5.000 empleados, y es del 10 % respecto a las casi 325 SA no financieras de más de 1.000 empleados registradas en España.

Esta escasa representación de las empresas en los mercados de valores españoles se torna en enorme cuando hablamos de su valoración ya que, según las cuentas financieras del Banco de España al cierre del primer semestre de 2016, el valor de las acciones cotizadas de las empresas no financieras en España equivale al 41 % del valor de todas las acciones emitidas por empresas no financieras españolas, cotizadas y no cotizadas.

La conclusión parece clara. Aún a día de hoy muy pocas empresas no financieras españolas acceden a algún mecanismo de financiación de tipo colectivo en sentido amplio, es decir con participación de una pluralidad de inversores que adquieren acciones o títulos de renta fija cotizados en mercados tanto regulados como alternativos o incluso en plataformas de financiación de nueva generación.

La presencia en mercados públicos de cotización tanto de renta variable como de deuda corporativa es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza, y durante mucho tiempo se ha infravalorado a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. Con todo, las medidas tendentes a incentivar el tamaño de las empresas y la provisión de más y mejores canales para su financiación siguen sin asociarse todo lo estrechamente que debieran a prioridades declaradas como son la generación de empleo o la consolidación fiscal.

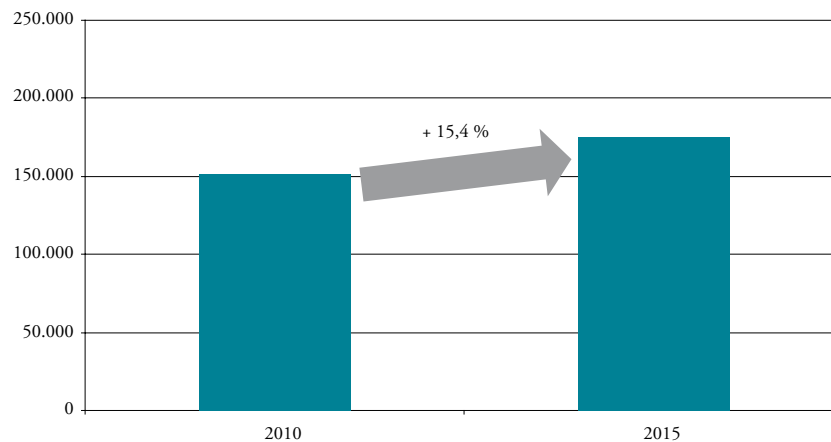
3.2. Cambios en marcha en la financiación liderados por empresas cotizadas

La capacidad que tienen las empresas con presencia en los mercados de acciones y renta fija para adaptar mejor su estructura de financiación a las diferentes circunstancias queda reflejada en el análisis elaborado recientemente por el Servicio de Estudios de BME a partir de las cuentas auditadas de un conjunto homogéneo de compañías no financieras del IBEX

35 entre 2010 y 2015¹⁷. Los resultados denotan con claridad que las empresas no financieras que forman parte del IBEX 35 están siguiendo estrategias de reestructuración financiera, en línea con las tendencias apuntadas en las líneas anteriores de este artículo que coinciden con las recomendaciones de los principales organismos financieros internacionales: más capital y una menor dependencia del canal bancario en su financiación en favor de un mayor peso de instrumentos de deuda negociable en su estructura global de captación de recursos ajenos. Así, entre 2010 y 2015 los recursos propios de este grupo aumentaron un 15,4 %, su endeudamiento bancario se redujo un 39,8 % y su endeudamiento en forma de emisiones de renta fija aumentó un 22,9 % (Gráficos 8, 9 y 10).

La suma total de los recursos propios del grupo de cotizadas no financieras mencionado ascendía en 2010 a algo más de 151.000 millones de euros, mientras que en las cuentas auditadas de 2015 se elevaba hasta los 175.000 millones. El fortalecimiento de la financiación propia en forma de capital se ha visto favorecido no solo por el beneficio retenido, sino también por la apelación al mercado bursátil en forma de ampliaciones de capital, cuyos volúmenes para el conjunto del mercado bursátil se han mantenido entre 2012 y 2015 en cifras cercanas a los 30.000 millones de euros de valor efectivo, y para el conjunto de compañías no financieras que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2015 mantienen una tendencia ascendente hasta los casi 7.100 millones recaudados en 2015.

Gráfico 8. Patrimonio neto (recursos propios) de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2015). En millones de euros al cierre de 2010 y 2015

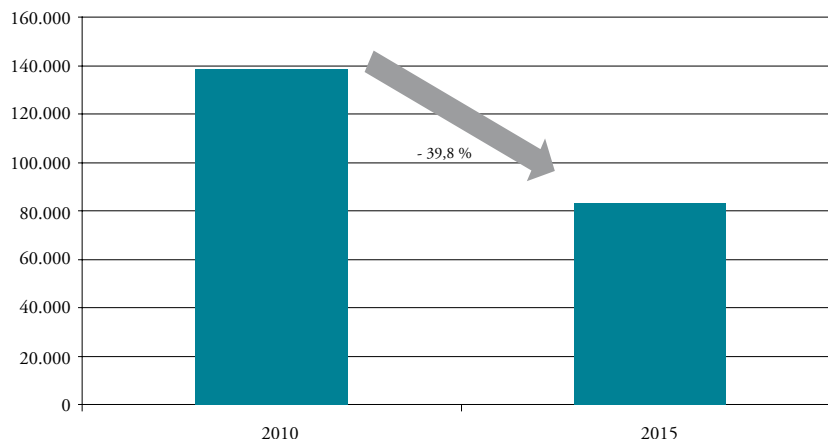


* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 23 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2014 y 2015 de las que ha sido posible desglosar datos.

Fuente: Servicio de Estudios BME.

¹⁷ Información detallada en García Coto, Carbonell y Gómez (2016).

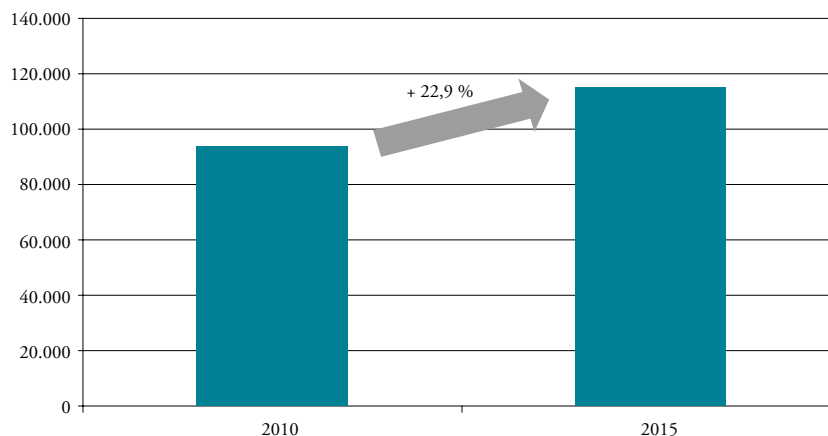
Gráfico 9. Financiación bancaria total de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2015).
Deuda con entidades de crédito. En millones de euros al cierre de 2010 y 2015



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 23 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2014 y 2015 de las que ha sido posible desglosar datos.

Fuente: Servicio de Estudios BME.

Gráfico 10. Financiación de mercado (renta fija) total de las empresas no financieras del IBEX 35
Obligaciones, bonos y otros valores. En millones de euros al cierre de 2010 y 2015



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de 23 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2014 y 2015 de las que ha sido posible desglosar datos.

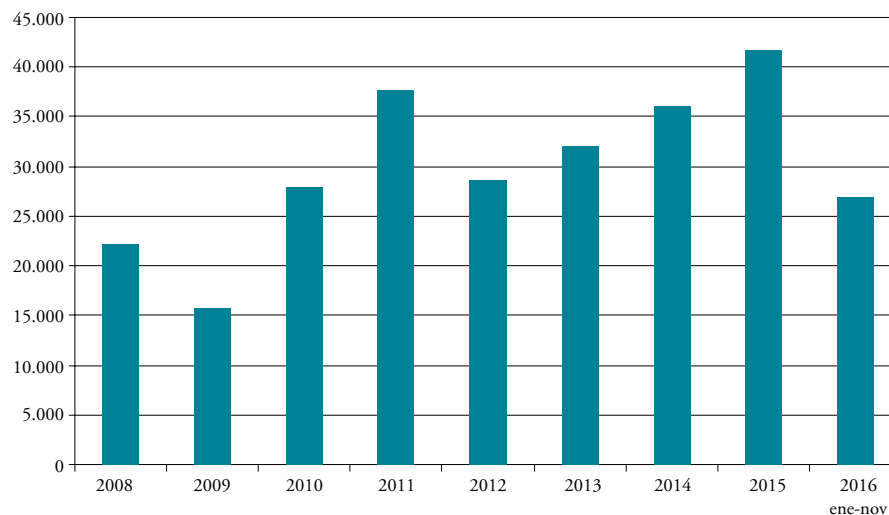
Fuente: Servicio de Estudios BME.

La financiación con renta fija al cierre de 2015 en el conjunto de compañías no financieras del IBEX 35 alcanzó un importe de 115.000 millones de euros superando, con creces los 83.000 millones que el mismo grupo de compañías tenía en créditos bancarios a corto y largo plazo.

3.3. La financiación en forma de capital de las empresas españolas vía mercado bursátil y alternativo

La importancia de la financiación en forma de capital obtenida por el reducido grupo de compañías españolas que cotizan sus acciones en la Bolsa española queda reflejada en el indicador de flujos de inversión y financiación canalizados por la Bolsa española que agrupa tanto ampliaciones de capital como ofertas públicas de venta y de suscripción de acciones (OPV y OPS) y otras salidas a Bolsa (Gráfico 11). Si bien en el año 2016 se ha roto la tendencia creciente de los últimos cuatro años como consecuencia de la reducción de las OPV tanto en España como en el resto del mundo, en el período de 9 años desde el inicio de la crisis, el mercado ha canalizado cerca de 270.000 millones a las empresas españolas cotizadas que incluye tanto entidades financieras como empresas no financieras.

Gráfico 11. Flujos de inversión y financiación canalizados por la Bolsa española (2008-2016 hasta noviembre). En millones de euros



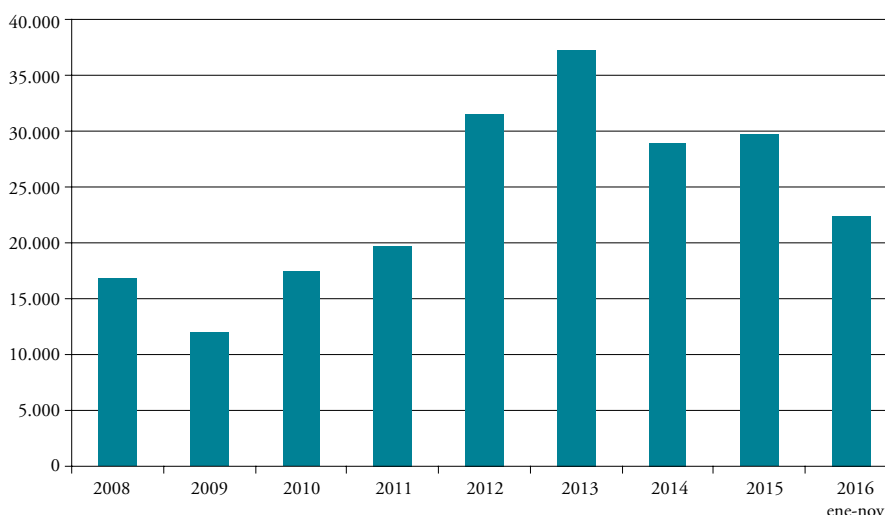
* Incluye OPV, ampliaciones y salidas a bolsa sin OPV.

Fuente: *Federation of European Securities Exchanges* y BME.

En el ámbito de las ampliaciones de capital, el volumen efectivo captado por las empresas cotizadas supera en el período 2008-2016 los 215.000 millones de euros (Gráfico 12). A partir de 2008 se inicia una senda ascendente que se prolonga hasta 2013, en la cual el mercado bursátil adquiere un papel determinante a la hora de proporcionar financiación para los procesos de recapitalización tanto del sector bancario, sometido a nuevas normas y a una creciente presión por parte de los inversores para reducir su apalancamiento, como de empresas con elevado endeudamiento que se ven en la necesidad de elevar sus recursos propios para

reducir el riesgo percibido por los inversores. Durante este período va ganando protagonismo de forma progresiva la fórmula de remuneración al accionista denominada *scrip dividend*, que proporciona al accionista la posibilidad de elegir entre cobrar la remuneración en efectivo o mediante acciones de nueva emisión. Esta fórmula representa una manera indirecta de recapitalizar la empresa evitando salidas de caja por un importe que depende de la parte del capital que decida cobrar su remuneración en acciones. Entre 2008 y noviembre de 2016 las compañías cotizadas han evitado mediante el *scrip dividend* salidas de caja por valor de más de 56.000 millones de euros.

Gráfico 12. Volumen efectivo de ampliaciones de capital en la Bolsa española (2008-2016 hasta noviembre). En millones de euros



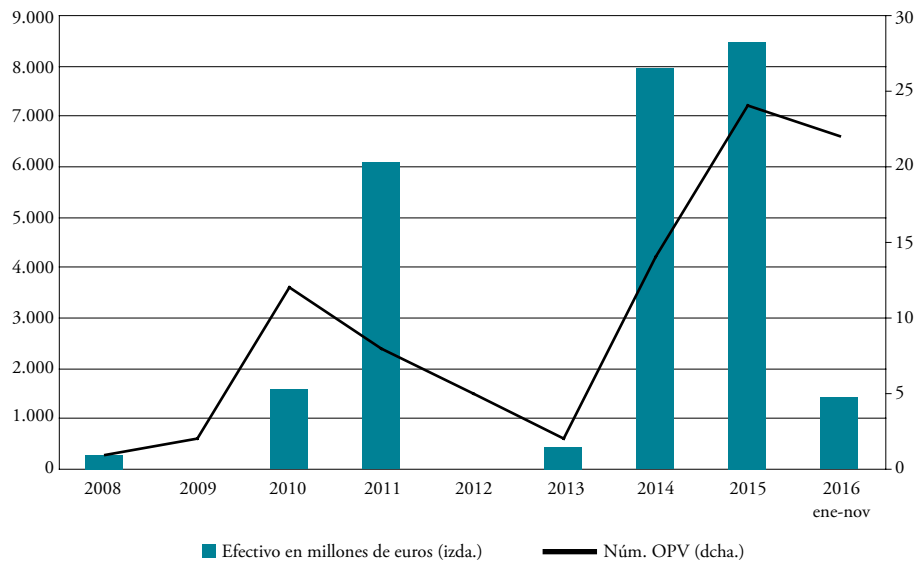
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

En cuanto a las OPV previas a la salida a cotizar de nuevas empresas, las cifras de la Bolsa española en los años posteriores al inicio de la crisis se han caracterizado por una elevada variabilidad (Gráfico 13), con una fuerte dependencia de la coyuntura existente en cada momento en los mercados financieros internacionales.

Los años 2011, 2014 y 2015 han sido muy favorables para la Bolsa española con cifras de volumen colocado a través de ofertas públicas de venta (OPV) superiores a los 6.000 millones de euros, mientras los primeros años de la crisis y los intermedios entre los de mayor volumen han coincidido con los momentos más graves de la crisis financiera mundial (2008-2010) y de la crisis de deuda soberana europea (para España entre 2012 y 2013). En el año 2016 ha prevalecido la incertidumbre en gran medida como consecuencia del resultado afirmativo del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexít*), y las salidas a Bolsa realizadas a través de OPV se han ralentizado en todo el mundo de acuerdo con datos

del período enero-septiembre 2016: el número de operaciones de colocación se ha reducido un 23 % y el volumen captado un 39 %, respecto al mismo período de 2015¹⁸. En la Bolsa española las principales OPV de 2016 se han concentrado en el segundo trimestre, con las colocaciones y posteriores salidas a cotización de Telepizza, Parques Reunidos y Dominion.

Gráfico 13. Valor efectivo y número de OPV y salidas en la Bolsa española (2008-2016 hasta noviembre). En millones de euros



Fuente: BME.

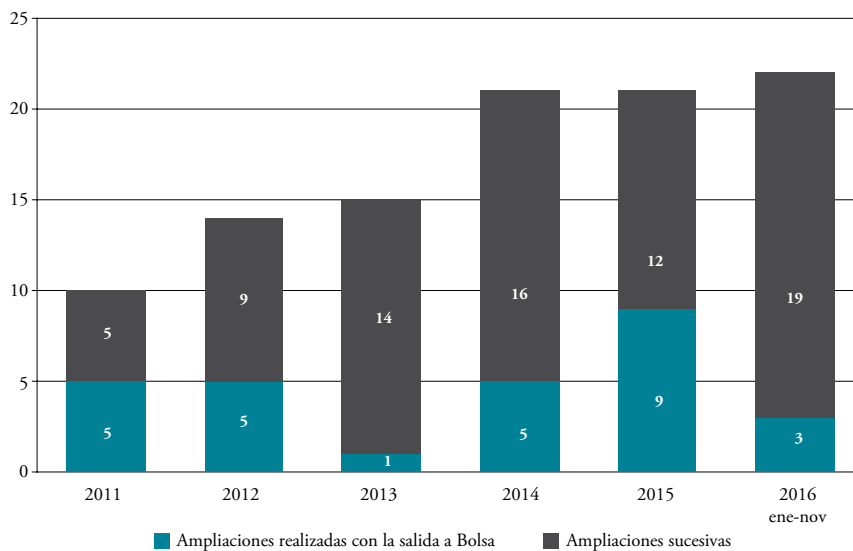
3.4. Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión

De forma gradual van adquiriendo importancia las nuevas alternativas de financiación basada en el mercado de capitales impulsadas en los últimos años para aliviar la dependencia del crédito bancario y mejorar las condiciones de financiación de las empresas de tamaño más reducido. Este es el caso del MAB para acciones de empresas en expansión, que consolida su papel gracias a la combinación que ofrece de financiación, liquidez para los accionistas, valoración permanente y reconocimiento público. El número de empresas admitidas a cotización ha crecido hasta las 36 al cierre de noviembre de 2016, y este año será récord en volumen de fondos captados a través de ampliaciones de capital con 209 millones de euros hasta noviembre, casi triplicando la cifra del año anterior (Gráfico 15). Desde el año 2011 hasta noviembre de 2016 las empresas admitidas al MAB para empresas en expansión han obtenido financiación

¹⁸ De acuerdo con el Informe EY Global IPO Trends correspondiente al tercer trimestre de 2016.

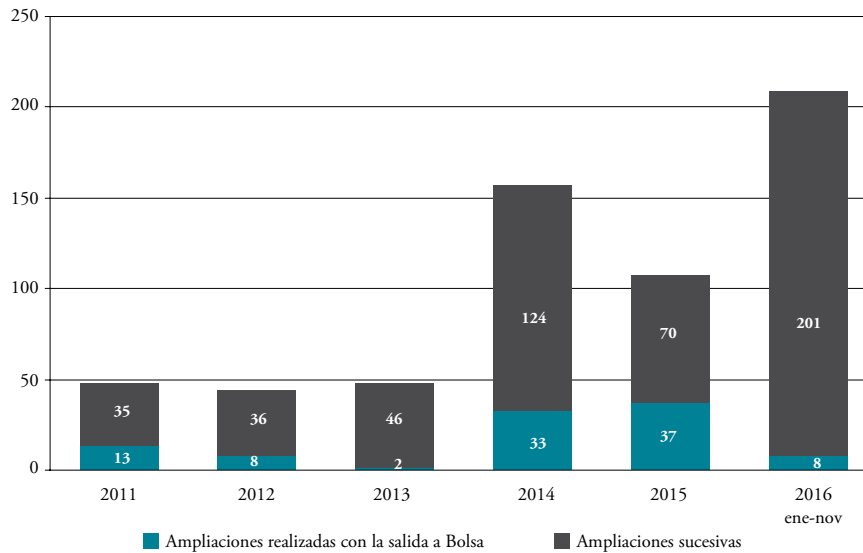
a través de ampliaciones de capital por valor de casi 615 millones de euros. Es relevante, como reflejan las cifras recogidas en los gráficos adjuntos, que las empresas presentes en el mercado son capaces de realizar cada vez con mayor facilidad operaciones de ampliación de capital que crecen tanto en número (Gráfico 14) como en volumen (Gráfico 15). Esto se interpreta como un signo de que los inversores valoran la capacidad de las compañías de mantener una trayectoria en el mercado, con todo lo que lleva consigo en términos de cumplimiento de normas y requisitos.

Gráfico 14. Número de ampliaciones de capital en el MAB (2011-2016 hasta noviembre)



Fuente: BME.

Gráfico 15. Volumen efectivo de las ampliaciones de capital en el MAB (2011-2016 hasta noviembre). En millones de euros



Fuente: BME.

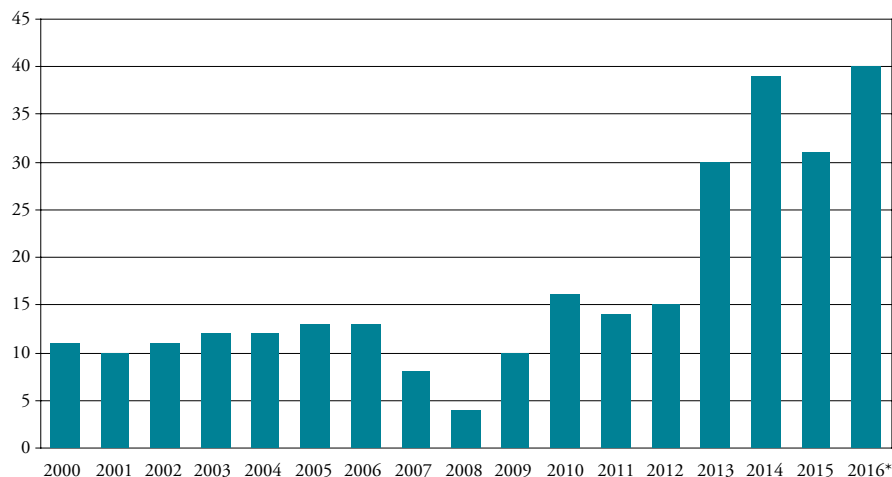
3.5. La financiación en forma de emisiones de renta fija de las empresas no financieras españolas

El acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de deuda corporativa es creciente. De acuerdo con recientes estudios, «el volumen total de emisiones se incrementó considerablemente a partir del año 2009, en línea con la tendencia global hacia una mayor financiación vía mercados de capitales tras la crisis financiera. Así, el volumen anual medio emitido pasó de 10.680 millones de dólares durante el periodo 2000-2008 a 27.429 millones de dólares durante el periodo 2009-2015»¹⁹. Este proceso se ha producido en un «contexto de bajos tipos de interés y búsqueda de rentabilidades que se ha instaurado tras la crisis financiera global. Junto a la caída del crédito bancario debido a las necesidades de desapalancamiento del sector, han provocado un aumento de la financiación de las empresas vía mercados de capitales».

En los años 2007 y 2008 solo 8 y 4 empresas no financieras españolas fueron capaces de emitir en los mercados de bonos. Apenas 5 años después, en 2013, fueron 30 las empresas que emitieron, aumentando el número en 2014 a 39, en 2015 a 31 y en 2016 hasta mitad de noviembre a 40 (Gráfico 16).

¹⁹ Fuertes y Serena (2016); p. 2.

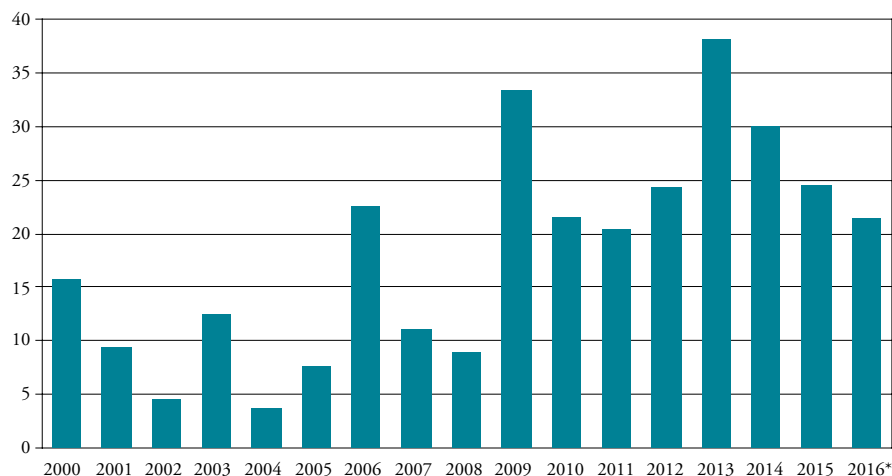
Gráfico 16. Número de empresas no financieras españolas que han realizado emisiones de renta fija (2000-2016 hasta el 15 de noviembre)



Fuente: Fuertes y Serena (2016).

Los volúmenes emitidos también multiplican su volumen, pasando de los 8.980 millones en 2008 hasta los 38.090 millones en 2013, los 30.000 millones en 2014, los 24.490 millones en 2015 y los 21.444 millones de euros en 2016 hasta mitad de noviembre (Gráfico 17).

Gráfico 17. Volumen de emisiones de renta fija de empresas no financieras españolas (2000-2016 hasta el 15 de noviembre). En millones de euros



Fuente: Fuertes y Serena (2016).

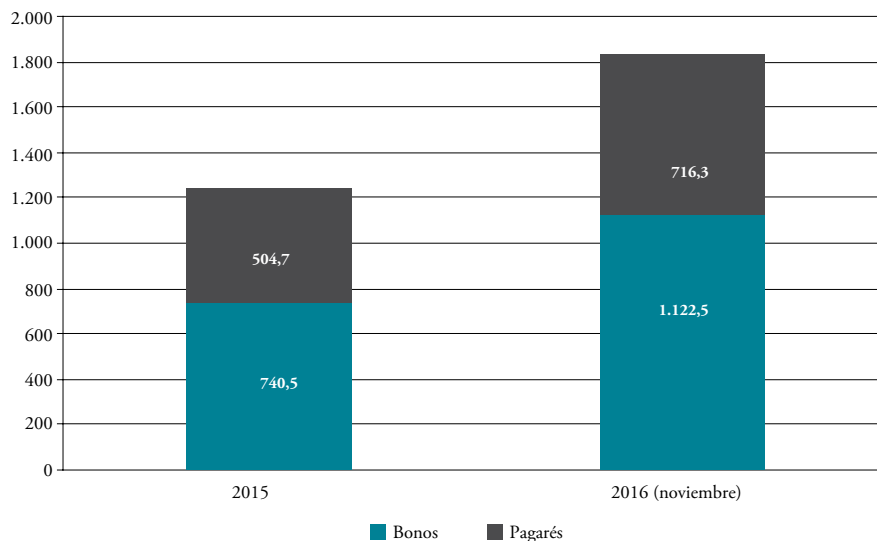
3.6. El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

La Bolsa española también ha contribuido de forma importante a ampliar las opciones de financiación para las empresas con la puesta en marcha en 2013 del MARF (Mercado Alternativo de renta fija), una plataforma electrónica que ofrece transparencia y liquidez en los mercados de Renta Fija y garantiza la mejor ejecución de las órdenes. Su creación responde a las necesidades de empresas de tamaño mediano y reduce los plazos de emisión de instrumentos de renta fija. A lo largo de su todavía corta trayectoria se han ido incorporando al mercado emisiones de empresas de diversos tamaños que no tenían presencia en los mercados de capitales y que han emitido tanto bonos a medio y largo plazo como pagarés.

Con apenas tres años de vida, el MARF cerró el mes de noviembre de 2016 con un saldo vivo de emisiones de deuda corporativa cercano a los 2.000 millones de euros, distribuidos en algo más de 1.100 millones de euros en bonos y el resto en programas de pagarés. Frente al cierre del año anterior, el saldo vivo asciende un 48 %, repartido entre un 52 % en el mercado de bonos y un 42 % en el de pagarés de empresa (Gráficos 18 y 19).

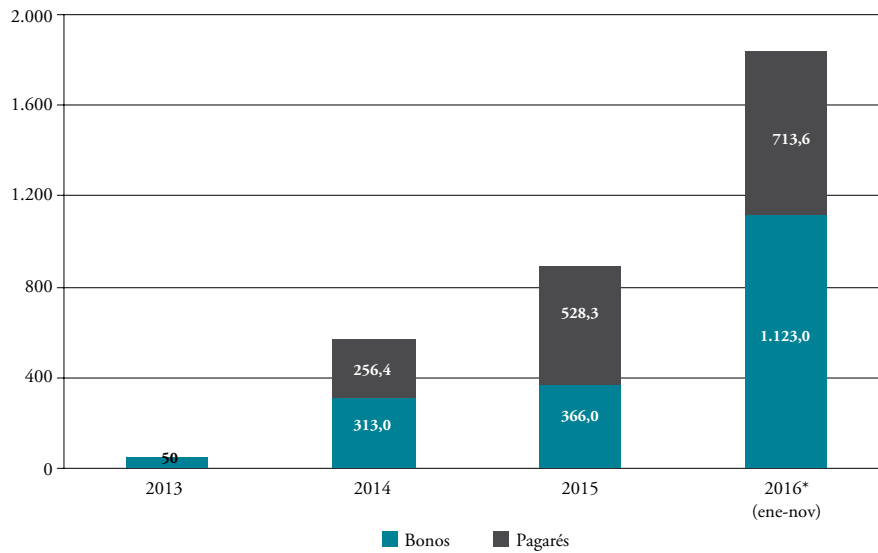
Desde su nacimiento son 29 las compañías que han se han financiado en este mercado (Gráfico 20). Como ejemplo decir que entre las incorporaciones al MARF desde su nacimiento se encuentran compañías y sectores que no tenían presencia en los mercados de capitales hasta el momento.

Gráfico 18. Saldo vivo en el MARF (2015-2016 noviembre). En millones de euros



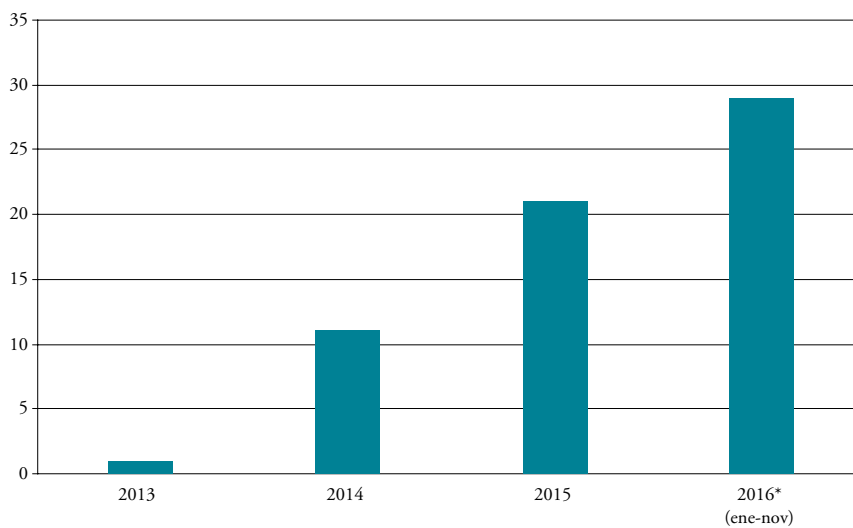
Fuente: BME.

Gráfico 19. Emisiones y admisiones en MARF (2013-2016). En millones de euros



Fuente: BME.

Gráfico 20. Compañías que se han financiado en el MARF (2013-2016). Desde el inicio hasta el cierre de cada año

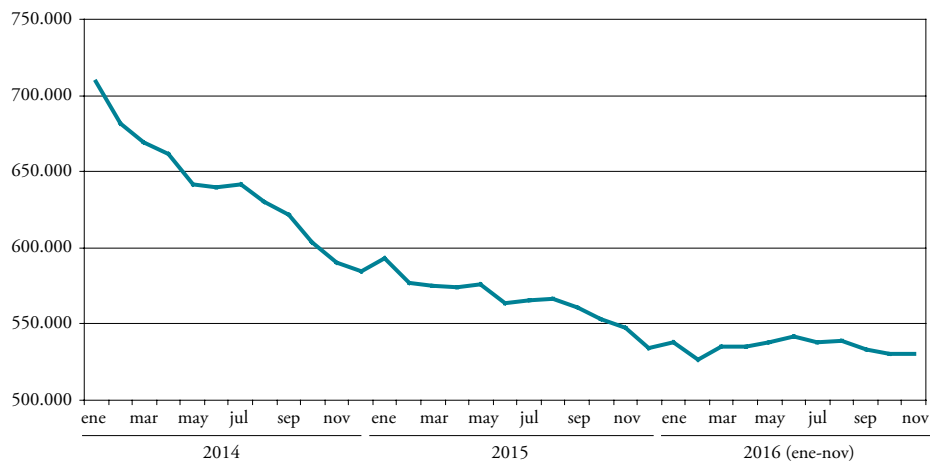


Fuente: BME.

3.7. El Mercado AIAF de Deuda Corporativa

El mercado español de Deuda Corporativa AIAF ha vivido durante los últimos cuatro años un proceso acelerado de reducción del saldo en circulación de emisiones. Como consecuencia de ser un mercado muy orientado a emisiones de entidades bancarias, en forma tanto de titulaciones como de cédulas hipotecarias, el saneamiento y reestructuración del sector financiero ha repercutido durante dicho periodo en la amortización de deuda, en algunos casos de forma anticipada a su vencimiento. Estas rebajas del saldo en circulación no se han visto compensadas por nuevas emisiones de bonos, debido a que las actuaciones de política monetaria del BCE han hecho innecesaria su refinanciación.

Gráfico 21. Evolución del saldo de la renta fija privada en el mercado AIAF (2014-2016).
Datos mensuales. En millones de euros



Fuente: BME.

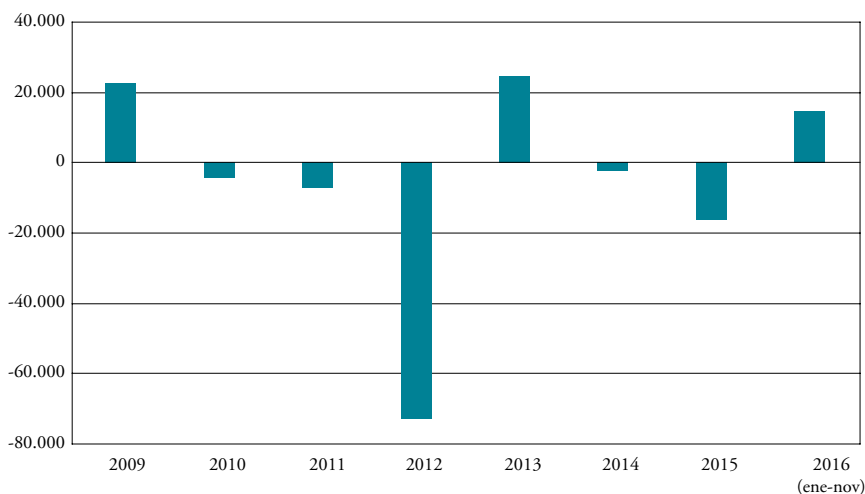
En 2016, el ritmo de disminución interanual del saldo vivo en el mercado empieza a dar signos de tocar fondo (Gráfico 21). Al cierre de noviembre de 2016 se situaba en (-3 %), frente al (-8,7 %), con que cerró el anterior año y muy alejado del ritmo de reducción del (-17,9 %) de diciembre de 2014

3.8. Nuevo marco y perspectivas para la titulización

En el ámbito de la financiación a través de renta fija merece una atención especial el impulso legislativo que durante los dos últimos años se está dando a la titulización de activos y a su mercado. El objetivo no es otro que el de revitalizar un instrumento de gran importancia no solo para la financiación bancaria sino también empresarial y familiar. Desde 2007

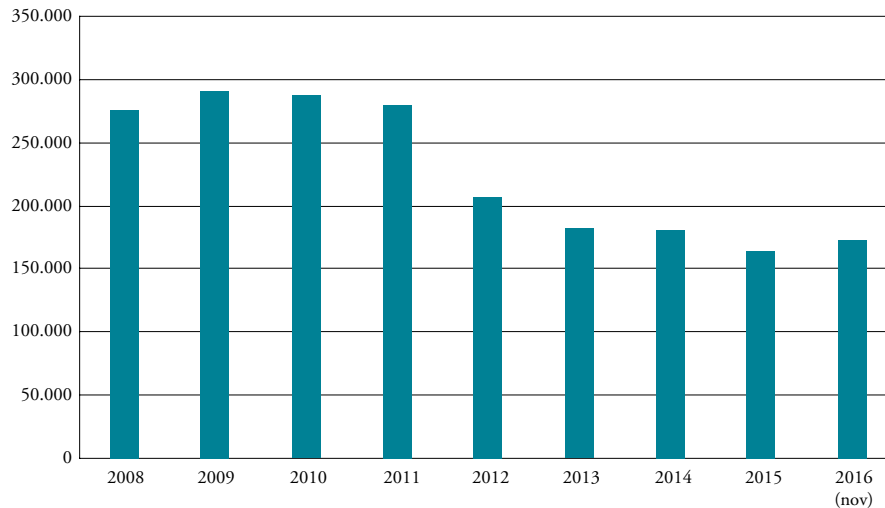
hasta 2015 la emisión de activos financieros de titulización sufrió una reducción en torno a un 70 % en Europa y en España, en particular la financiación neta obtenida a través de estos instrumentos, ha sido negativa en 63.000 millones entre 2010 y 2016 (Gráfico 22). El valor del saldo en circulación de los bonos de titulización admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Corporativa AIAF de la Bolsa española sufrió una caída desde 2009 a 2015 que los redujo a la mitad, aunque esta tendencia parece haber revertido en 2016. Los saldos en circulación hasta noviembre de 2016 superan en casi 10.000 millones de euros los del cierre de 2015 (Gráfico 23).

Gráfico 22. Financiación neta obtenida en el mercado AIAF de deuda corporativa a través de bonos de titulización (2009-2016). En millones de euros



Fuente: BME.

Gráfico 23. Saldo en circulación de bonos de titulización en el mercado AIAF de deuda corporativa (2008-2016). En millones de euros



Fuente: BME.

La importancia de esta modalidad de financiación llevó al Gobierno español a reformular la normativa de la titulización²⁰.

En el plano internacional, en 2015 la Comisión Europea presentó, dentro del Plan de Acción para el avance hacia la Unión de Mercados de Capitales (CMU), una propuesta de Reglamento para establecer un marco europeo para la titulización de alta calidad (una de las actuaciones a corto plazo que se proponía en el mencionado Plan). Ya en septiembre de 2016, un año después de la publicación del Plan de Acción, la Comisión Europea publicó una comunicación con diversas actuaciones dirigida a varias instituciones europeas, entre las cuales se encuentra la rápida aprobación del Reglamento por el que se establecerán normas comunes para una titulización simple, transparente y normalizada.

3.9. Regulación y primeros pasos del *crowdfunding*

Ampliar el acceso a la financiación para empresas innovadoras, jóvenes y otro tipo de compañías no cotizadas del segmento de pequeñas y medianas es también uno de los objetivos centrales del Plan de Acción para construir una Unión de Mercados de Capitales en Europa fuerte y que impulse la economía y el empleo. En promedio, solo el 60 % de las empresas que nacen consiguen superar los tres primeros años de vida. Representan alrededor del 17 % del empleo total en Europa pero, sin embargo, son responsables de la creación de más del 42 %

²⁰ En abril de 2015 se aprobó la Ley 5/2015, de Fomento de Financiación Empresarial que, entre otros asuntos, establece un nuevo marco normativo para la titulización en España.

de los nuevos puestos de trabajo que se crean²¹. Por tanto, crear condiciones y mecanismos que aumenten la tasa de supervivencia de las empresas más jóvenes es un reto para el crecimiento en Europa. Una de esas vías ha sido el impulso y la regulación en Europa de una alternativa de financiación que ha crecido mucho en el mundo en los últimos años: el *crowdfunding*²² o, como se conoce en España, las plataformas de financiación participativa (PFP).

Mediante la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, aprobada en 2015, se regulaba y entraba en vigor por primera vez en España el régimen jurídico de la financiación a través de las plataformas de *crowdfunding* o PFP, como la Ley las denomina, y a las que reserva la realización en exclusiva de esta actividad en nuestro país. Sobre esta nueva figura jurídica de intermediario financiero pivota la mayoría de la regulación aprobada para dar cauce legal a alguna de las principales modalidades de *crowdfunding*, las de carácter financiero. En la mencionada Ley se establecen los requisitos que deben cumplir estas plataformas, las prohibiciones de la actividad; así como los requisitos de los promotores de los proyectos y los mecanismos de protección al inversor. Hasta el 15 de diciembre de 2016 12 plataformas han sido oficialmente autorizadas a operar en España por la CNMV²³: 7 exclusivamente dedicadas al *crowdlending* (financiación mediante préstamos) y 5 que se dedican a reunir recursos a cambio de la entrega de valores representativos de alguna forma de capital de las empresas financiadas (ver Tabla 1).

Las plataformas *crowdfunding* se encargan de poner en contacto, a través de una web habilitada al efecto, a promotores de proyectos que demandan financiación mediante la emisión de valores o solicitud de préstamos, con inversores u oferentes de fondos que buscan en la inversión un rendimiento.

El *crowdfunding* es un fenómeno con diversas manifestaciones, de las que la Ley²⁴ únicamente regula aquellas en las que prima el componente financiero de la actividad o en las que el inversor espere recibir una remuneración monetaria por su participación. Quedan fuera del ámbito regulatorio las plataformas basadas en compraventas y en donaciones.

El nuevo ecosistema de financiación que parece nacer al calor de las regulaciones más actuales no parece una amenaza para los bancos sino un complemento²⁵ que permite, además, avanzar en el campo de las *fnitech* donde es precisamente el sector bancario quien está dando pasos más decididos para involucrarse. Un nuevo escenario donde proyectos como el anuncio de BME²⁶ de crear junto a la asociación 'Big Bang Angels' un entorno de premercado para *startups*, son piezas que encajan con fluidez y se suman a una corriente iniciada ya en otros grandes mercados de valores europeos.

²¹ Con estas afirmaciones arranca el trabajo «Crowdfunding in the EU Capital Markets Union»; documento de trabajo publicado por la Comisión Europea el 3 de mayo de 2016.

²² Una introducción al *crowdfunding* para inversión puede encontrarse en García Coto y Alonso (2014).

²³ El registro puede consultarse de forma gratuita en www.cnmv.es.

²⁴ En López Ortega (2016) puede encontrarse una descripción detallada de los principales aspectos recogidos en la Ley.

²⁵ Carlos Otto (2014): «Cinco motivos por los que el *crowdfunding* no va a acabar con los bancos»; *El Confidencial*, 15 de mayo de 2014.

²⁶ Nota de prensa de 26 de noviembre de 2016 en www.bolsasymercados.es.

Tabla 1. Plataformas de financiación participativa (PFP) registradas y aprobadas en España

Denominación social	Fecha de registro	Página web	Plataforma de valores (art. 50.1.a; Ley 5/2015)	Plataforma de participaciones de SRL (art. 50.1.b; Ley 5/2015)	Plataforma de préstamos (art. 50.1.c; Ley 5/2015)
La Bolsa Social PFP, SL	15/12/2015	www.bolsasocial.com		x	
Socios Inversores 2010 PFP, SL	15/07/2016	www.sociosinversores.com	x	x	
Lignum Capital, PFP SL	27/07/2016	www.lignumcap.com	x	x	
Tutriplea Finance PFP, SL	27/07/2016	www.mytriplea.com			x
Easy Financing Club PFP, SL	21/09/2016	www.excelend.com			x
Sociedad Económica para el Desarrollo de la Financiación Alternativa Colectual PFP, SL	21/09/2016	www.colectual.com			x
Grow.Ly Plataforma de Financiación Participativa, SL	14/10/2016	www.growly.es			x
Lendix España, PFP, SL	14/10/2016	es.lendix.com			x
Ecrowd Invest Plataforma de Financiación Participativa, SL	21/10/2016	www.Ecrowdinvest.Com			x
Socilen PFP, SL	21/10/2016	www.socilen.com			x
Crowdcube Spain Plataforma de Financiación Participativa, SA	30/11/2016	www.Crowdcube.Es	x	x	
Fellow Funders PFP, SA	02/12/2016	www.fellowfunders.es	x	x	

Fuente: CNMV (2016).

3.10. Capital Markets Union (CMU)

Por su relevancia potencial de cara al futuro de la financiación empresarial a través de mercados de capitales, merece un lugar destacado entre los hitos financieros de los últimos dos años 2015 y 2016 el proyecto denominado Unión de los Mercados de Capitales que se ha citado repetidamente en las líneas anteriores²⁷. El 30 de septiembre de 2015 la Comisión Europea publicó el Plan de Acción para la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*)²⁸. El Plan se encuadra en el marco diseñado por la Comisión Europea presidida por el comisario Juncker para impulsar el empleo, el crecimiento y la inversión.

En el documento presentado, la CE reconocía que a pesar de ser el libre movimiento de capitales uno de los principios básicos en los que se asienta el mercado interior, los mercados de capitales europeos se encuentran fragmentados y no se han desarrollado lo suficiente. Con la intención de superar estas limitaciones el Plan propone la adopción de 33 medidas con las que se busca fomentar un mayor grado de integración financiera a nivel europeo, facilitar el

²⁷ Para una completa aproximación a los principales instrumentos de financiación empresarial del mercado de capitales europeo, consultar De la Torre (2015).

²⁸ Plan de acción para construir la Unión del Mercado de Capitales (30 de septiembre de 2015) (español): <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>.

acceso a la financiación a las empresas europeas en las distintas fases de su crecimiento, ampliar el espectro de inversiones seguras a las que pueden tener acceso los inversores y mejorar la estabilidad del sistema financiero europeo.

En septiembre de 2016²⁹, un año después de la publicación del mencionado Plan de Acción, la Comisión Europea publicó una Comunicación dirigida a varias instituciones europeas (Parlamento Europeo, Consejo, Banco Central Europeo, Comité Económico y Social y Comité de las Regiones) que pretende acelerar las reformas que permitan avanzar en la creación de la Unión del Mercado de Capitales. Se diferencian tres clases de actuaciones: la finalización urgente de las primeras medidas propuestas en el plan de acción; la aceleración de la próxima fase de futuras propuestas legislativas de la Unión del Mercado de Capitales; y el desarrollo de nuevas prioridades, que deberán tener en cuenta los últimos desarrollos económicos y tecnológicos (por ejemplo el rápido crecimiento del *fintech*). La Comisión Europea seguirá supervisando estrechamente la evolución de la situación, identificando las medidas adicionales que sean necesarias para el desarrollo de la Unión de Mercado de Capitales y llevando a cabo una nueva revisión intermedia en 2017.

4. Conclusiones

La diversificación de fuentes de financiación es un factor de gran relevancia para promover el desarrollo y competitividad del tejido empresarial. A partir de los acontecimientos de los últimos años tanto las autoridades económicas como las propias empresas, europeas y españolas en particular, han tomado nota de las ventajas que representa complementar la financiación bancaria con la procedente de los mercados de capitales tanto en forma de capital como de deuda corporativa.

Razones en parte estructurales pero también coyunturales están favoreciendo en España un fuerte aumento de la financiación no bancaria, liderado por empresas que ya tienen presencia en las bolsas y en los mercados de deuda corporativa, pero también nuevas empresas se van incorporando paulatinamente a los mercados, una tarea compleja pero con réditos visibles sobre todo a medio y largo plazo. Esta tendencia es previsible que continúe en los próximos años sobre todo si se consigue aumentar el tamaño medio de las empresas españolas.

Los datos, nuevas regulaciones y planes de impulso europeos puestos en marcha apuntan a que esta tendencia a la diversificación de fuentes de financiación empresarial está, sin duda, iniciada. Las cifras muestran una frecuencia mayor de uso por parte de empresas de todo tipo de fórmulas de financiación colectivas instrumentadas mediante valores, en Europa y en España, con tasas de crecimiento importantes. Las bolsas están tomando la delantera en este capítulo tan relevante de la financiación empresarial donde, no obstante, los bancos seguirán siendo referencias imprescindibles.

²⁹ Comunicación de la Comisión Europea sobre la Unión del Mercado de Capitales: «acelerando las reformas» (16.09.2016): http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/20160914-com-2016-601_en.pdf; <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TEXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>.

Probablemente, el primer síntoma de consolidación serio de la tendencia señalada pueda obtenerse cuando el sector bancario esté funcionando con normalidad tras una severa reestructuración y ajuste de tamaño. Eso parece probable que ocurra en los próximos dos o tres años, si bien el escenario se ha vuelto a complicar enormemente con el *brexít* y sus presumibles consecuencias sobre la economía y los mercados financieros europeos.

Referencias bibliográficas

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2016): «Tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona euro»; en *Boletín Económico* (5, 2016). Recuadro 5; pp. 34.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2016): *Informe de Mercado*. Consultada el 22 de diciembre de 2016, <http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/2016>.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2016): «La empresa española ante el reto de financiar su futuro»; noticia publicada en abril, http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5182_La_empresa_espa%C3%B1ola_ante_el_reto_de_financiar_su_futuro.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2015): «*Crowdfunding*. Guía de la CNMV para la autorización de plataformas de financiación participativa»; nota publicada el 15 de octubre, http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5152__CROWDFUNDING__Gu%C3%ADa_de_la_CNMV_para_la_autorizaci%C3%B3n_de_plataformas_de_financiaci%C3%B3n_participativa.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2014): «Las Bolsas comprometidas con la financiación, el crecimiento y el empleo»; disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5093_Las_Bolsas_comprometidas_con_la_financiaci%C3%B3n_el_crecimiento_y_el_empleo.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2016): «Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España»; en *Cuadernos de Información Económica* julio/agosto (247). Funcas.
- DE LA TORRE, I. (2015): «La Unión del Mercado de Capitales»; en FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDES, F., dir.: *Anuario del Euro 2015*. Madrid, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- DE LA TORRE, I. (2014): *The case for Spain III: Plus Ultra*. Noviembre 2014. Arcano Group; pp. 25-43.
- DEUTSCHE BÖRSE AG/CELENT (2016): *Future of Fintech in Capital Markets*. Informe de 20 de junio. Deutsche Borse.

- FALCONES, B. (2013): «La estrategia empresarial en un entorno financiero restrictivo»; en GARCÍA COTO, D., dir.: *Desapalancamiento y crecimiento en España. Prioridades y estrategias sectoriales en el camino hacia una economía equilibrada*. Madrid, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n.º 47.
- FUERTES, A. y SERENA, J. M. (2016): *La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de bonos*. Bolsas y Mercados Españoles. Consultada el 21 de diciembre de 2016, http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5209_La_financiación_de_las_empresas_no_financieras_españolas_en_los_mercados_de_bonos.
- GARCÍA COTO, D. y ALONSO, A. (2014): «Financiación empresarial 2.0: *crowdfunding* para inversión y otras plataformas»; en REQUEIJO, J., dir.; MAUDOS, J., subdir. y GARCÍA COTO, D., subdir.: *Los retos de la financiación del sector empresarial*. Madrid, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios.
- GARCÍA COTO, D.; CARBONELL, J. y GÓMEZ, A (2016): *Las grandes cotizadas no financieras consolidan el cambio estructural en su financiación*. Consultada el 21 de diciembre de 2016, http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5208_Las_grandes_cotizadas_no_financieras_consolidan_el_cambio_estructural_en_su_financiación.
- GARCÍA COTO, D. y FERNÁNDEZ VALBUENA, S., dirs. (2015): *Informe 2015. Posición Internacional de la empresa cotizada española*. Madrid, BME y Telefónica.
- GÓMEZ MONTEJO, I. (2013): «Estructura financiera empresarial y ciclo económico»; en GARCÍA COTO, D., dir.: *Desapalancamiento y crecimiento en España. Prioridades y estrategias sectoriales en el camino hacia una economía equilibrada*. Madrid, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n.º 47.
- LANOO, K. (2015): *Which Union for Europe's Capital Markets?* Bruselas, ECMI Policy Brief n.º 22/February.
- LÓPEZ ORTEGA, R. (2015): «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en la Ley 5/2015, de 27 de Abril, de fomento de la financiación empresarial», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (144). Octubre-diciembre.
- MAUDOS, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2014): *El endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: el impacto de la crisis*. Fundación BBVA.
- MAUDOS, J. y GARCÍA COTO, D. (2014): «Resumen ejecutivo»; en REQUEIJO, J., dir.; MAUDOS, J. subdir. y GARCÍA COTO, D. subdir.: *Los retos de la financiación del sector empresarial*. Madrid, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios.
- SALAS, V. (2014): «Cambios en la estructura financiera, coste de capital e inversión en las empresas españolas»; en REQUEIJO, J. dir.; MAUDOS, J. subdir.; GARCÍA COTO, D., subdir.: *Los retos de la financiación del sector empresarial*. Madrid, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios.

- URETA, J. C. y GARCÍA COTO, D. (2015): «Base de capital de la economía española y mercados financieros. Análisis de las fortalezas y debilidades de nuestra economía desde el punto de vista financiero»; en *Economía y Geopolítica en un mundo globalizado; Cuadernos de Estrategia* (174). Madrid, Instituto Español de Estudios Estratégicos; pp. 17-68.
- YBARRA, PABLO (2012): «Camino para acercar financiación a las Pymes. Bolsas y Mercados Españoles»; disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4679_Caminos_para_acercar_financiacion_a_las_Pymes.