

La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas

Víctor García-Vaquero e Irene Roibás

Resumen

Tradicionalmente, el sector bancario ha desempeñado un papel esencial en la financiación de las sociedades no financieras (SNF) españolas, muy por encima de otras fuentes alternativas, como la apelación a los mercados de valores o el capital riesgo. La última crisis ha puesto de manifiesto que un grado de dependencia elevado de una única fuente de financiación puede constituir un elemento de vulnerabilidad para las empresas. En este contexto, durante los últimos años se ha producido un proceso de desintermediación financiera por el cual las compañías han sustituido una parte de su financiación basada en préstamos bancarios por la emisión de valores (bonos o capital) en mercados oficiales o alternativos y por la captación de recursos propios a través de entidades de capital riesgo. En particular, en el período 2009-2017 las SNF han captado financiación por un valor medio anual de 50 mm a través de los mercados de valores, frente a un descenso en media anual de 34 mm vía préstamos. Asimismo, las plataformas de financiación participativa (o *crowdfunding*), de reciente creación, se han configurado como un nuevo canal alternativo, que, aunque presenta, por el momento, volúmenes marginales, podría experimentar en los próximos años un mayor desarrollo, como ha ocurrido en otros países de nuestro entorno.

Palabras clave: mercados de valores, financiación de sociedades no financieras, mercados alternativos, capital riesgo, plataformas de financiación participativa.

Códigos JEL: E44, G21, G24.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero e Irene Roibás, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

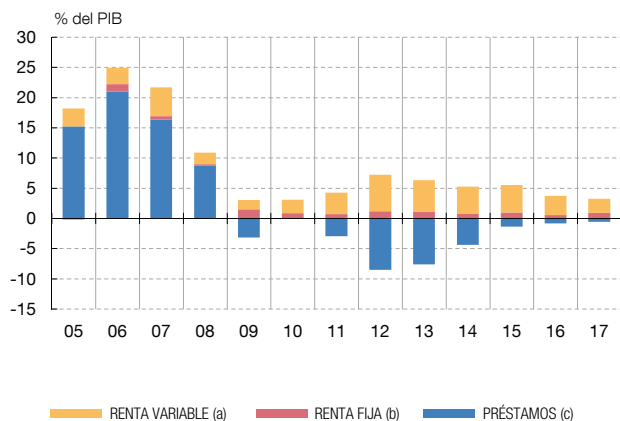
Tradicionalmente, las sociedades no financieras (SNF) españolas han recurrido, mayoritariamente, a las entidades de crédito para la obtención de financiación externa, mientras que los mercados de capitales y, en general, los intermediarios no bancarios han desempeñado un papel menor, si se exceptúa el crédito comercial. Esta estructura de financiación se explica, al menos en parte, por las características de un tejido empresarial en el que tienen un elevado protagonismo las pymes (en 2016 representaban el 99,7 % y el 64 % del número de empresas y de trabajadores, respectivamente, de las SNF), que tienen mayores dificultades que las empresas grandes para la emisión de valores, como consecuencia tanto de los costes fijos que suelen implicar estas operaciones (que tienen un mayor peso en el coste total, por la menor cuantía de las emisiones) como de los problemas de información asimétrica derivados de la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación económica y financiera. Estas dificultades son incluso más acusadas en las compañías de nueva creación, ya que no disponen de un historial crediticio, o en las que desarrollan su actividad en negocios innovadores, dado que su evolución futura es más incierta.

Sin embargo, la reciente crisis ha puesto de manifiesto que la excesiva dependencia de una única fuente de financiación es un elemento de vulnerabilidad, especialmente en momentos de fuertes tensiones macrofinancieras. En este sentido, durante los últimos años se han puesto en marcha diferentes iniciativas para fomentar el desarrollo de las fuentes de financiación no bancarias. Así, las autoridades comunitarias y las nacionales han impulsado el desarrollo tanto de los mercados de valores [como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)], como de algunos canales alternativos a la financiación bancaria, que incluyen desde nuevas modalidades de entidades de capital riesgo (las entidades de capital riesgo pyme) hasta las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding* y *crowdlending*). La puesta en marcha de estas iniciativas, junto con otros factores como el reducido nivel de los tipos de interés, la introducción de un programa de compras de valores de renta fija privada del Eurosistema y los cambios en la regulación financiera, ha favorecido un aumento de la diversificación de las fuentes de financiación empresarial. Por otra parte, las SNF han acometido un intenso proceso de desapalancamiento con el fin de reducir los elevados niveles de deuda (en particular, deuda bancaria) acumulados durante los años previos a la crisis financiera. Todo ello se ha reflejado en importantes cambios en la estructura de financiación de las SNF, con una ganancia del peso de los recursos propios frente a la deuda y, dentro de esta, de los valores de renta fija frente a los préstamos bancarios, cuya reducción ha sido más acusada en el caso de España (pasando los préstamos de representar el 32 % en 2007 al 25 % en 2017 del total del balance) que en el caso de la UEM (del 30 % al 29 %, respectivamente) (véanse gráficos 1.1 y 1.2).

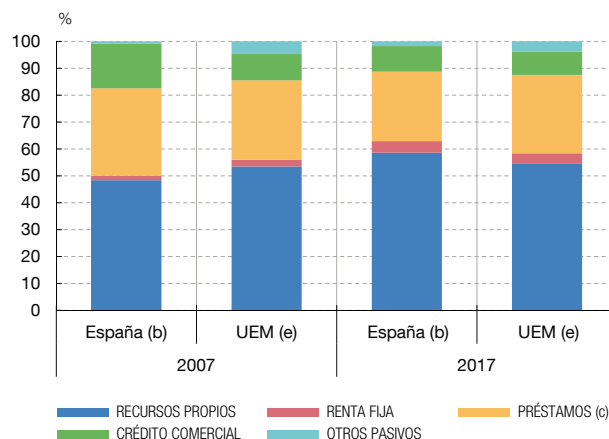
Este proceso de desintermediación financiera se ha producido de forma generalizada en todos los países industrializados. Así, se observa un avance en el peso de los bonos sobre el total de los pasivos exigibles, común entre las naciones desarrolladas (con la excepción de Japón), si bien la UEM se encuentra todavía lejos de las economías que cuentan con mercados de capitales más desarrollados, como Estados Unidos o Reino Unido (véase

Durante los últimos años se ha producido un proceso de desintermediación financiera por el que las compañías han sustituido una parte de su financiación que estaba basada en préstamos por la emisión de valores de renta fija y de renta variable. Este proceso de desintermediación financiera se ha producido de forma generalizada en todos los países industrializados, si bien ha sido más acusado en el caso español. En particular, en el período 2009-2017, las sociedades no financieras españolas han captado financiación por un valor medio anual de 50 mm a través de los mercados de valores, frente a un descenso de 34 mm de la financiación vía préstamos.

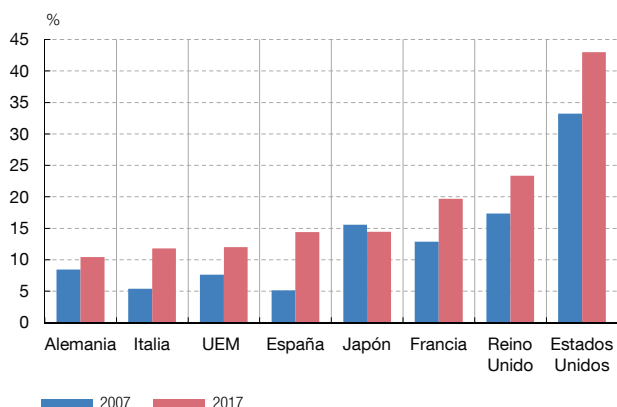
1 PRÉSTAMOS FRENTE A FINANCIACIÓN EN MERCADOS EN ESPAÑA. FLUJOS PASIVOS NETOS



2 ESTRUCTURA DE PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (d)



3 PESO DE LA RENTA FIJA SOBRE LA DEUDA (f) Comparación internacional



4 PESO DE LA RENTA FIJA SOBRE LA DEUDA España y zona del euro



FUENTES: Eurostat, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a Incluye emisiones netas de acciones por parte de sociedades anónimas cotizadas y no cotizadas, así como otras participaciones emitidas por sociedades con otra forma jurídica.
- b La renta fija incluye emisiones de filiales residentes y no residentes.
- c Incluye préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos del resto del mundo.
- d Incluye posiciones interempresariales.
- e La renta fija no incluye emisiones de filiales.
- f La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos (préstamos bancarios y otros préstamos). Son datos del BIS, salvo para la UEM (Eurostat) y España (Banco de España). Los datos de España incluyen las emisiones de filiales (residentes y no residentes), mientras que en el resto de los países no están incluidas, lo que podría afectar a la comparación de los resultados.

Descargar

gráfico 1.3). Esta evolución, sin embargo, ha sido especialmente marcada en el caso español, donde la importancia de los valores de renta fija en relación con el total de los pasivos exigibles con coste se ha duplicado (del 7 % en 2007 al 14 % en 2017) (véase gráfico 1.4¹).

1 La comparación de este indicador entre España y la UEM debe tomarse con cautela, ya que en el caso de España se incluyen las emisiones realizadas por las filiales no residentes, que, como se comenta más adelante, tienen un peso elevado dentro del total, mientras que este ajuste no se ha hecho para la UEM.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución reciente de la financiación empresarial alternativa a la bancaria. Tras esta introducción, el artículo se estructura en cinco epígrafes adicionales. En los dos siguientes se describe la financiación a través de los mercados de renta fija y renta variable, respectivamente. El cuarto se centra en los nuevos mercados de valores para empresas de reducida dimensión. El quinto describe la financiación a través del capital riesgo y el último comenta la financiación a través de plataformas participativas.

Los mercados de renta fija

En el gráfico 2.1 se observa cómo el número de empresas españolas que captan fondos a través de la emisión de valores de renta fija ha aumentado sensiblemente durante los últimos años (multiplicando en el año 2017 por más de seis veces el número de emisores de 2007). Esta evolución se ha visto impulsada por el contexto general de recuperación económica (en particular, de la inversión productiva empresarial) y por el abaratamiento del coste relativo de esta modalidad de financiación en comparación con los préstamos bancarios, en parte como consecuencia del programa de compras de deuda privada del Eurosistema² (CSPP, por sus siglas en inglés) y de la introducción de varios cambios regulatorios, que se comentan a continuación.

El cambio normativo más relevante en este ámbito es la aprobación de la Ley 7/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que modificó, desde abril de 2015, el régimen de emisión de obligaciones en dos direcciones. Por un lado, esta norma eliminó el límite cuantitativo a la emisión de obligaciones por las sociedades anónimas (SA)³. Por otro, permitió a las sociedades limitadas (SL) emitir obligaciones simples, facultad que anteriormente tenían vedada. No obstante, esta posibilidad de las SL queda restringida cuantitativamente a un importe máximo equivalente al doble de sus recursos propios, salvo que esté garantizada (en cuyo caso no habría límite de emisión).

Por otra parte, a partir de 2014⁴ se permite que las emisiones de obligaciones que cumplan determinados requisitos —en particular, que sean admitidas en un mercado regulado [incluido el de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)] o en un sistema multilateral de negociación (como el MARF)—, realizadas por cualquier sociedad residente en España, no estén sometidas a retención ni a tributación en España en el caso de los inversores no residentes, además de suprimir determinadas obligaciones de información a la Hacienda Pública.

Todos estos factores, unidos al impulso inducido por la creación del MARF (del que se tratará en el epígrafe 4), han llevado a un protagonismo creciente de las emisiones de tamaño medio (entre 5 millones y 100 millones de euros), como se observa en el gráfico 2.2. Este número creciente de emisiones está en parte asociado a empresas emisoras de menor tamaño de lo habitual y que tradicionalmente no habían acudido a este canal para su financiación.

Por sectores económicos, a lo largo del período analizado se han incorporado a esta vía de obtención de financiación más ramas de actividad, como comercio y hostelería, en línea con el aumento del número y de la tipología de empresas que acuden a este mercado. Los

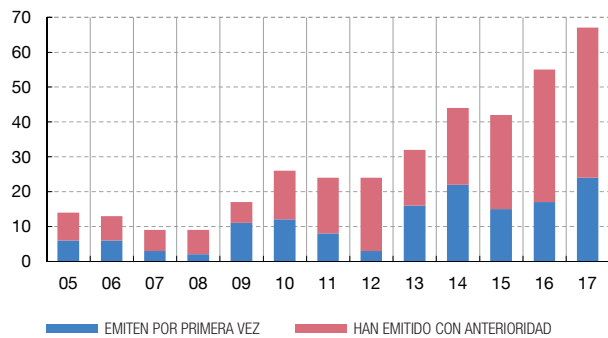
2 Para más detalles, véase S. Mayordomo, «El programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, noviembre 2016, Banco de España.

3 Este límite era, antes de la aprobación de la Ley 7/2015, igual al capital social desembolsado más las reservas que figuraran en el último balance aprobado, salvo que se otorgaran determinadas garantías (aunque este límite no era aplicable a las SA cotizadas ni a las entidades de crédito).

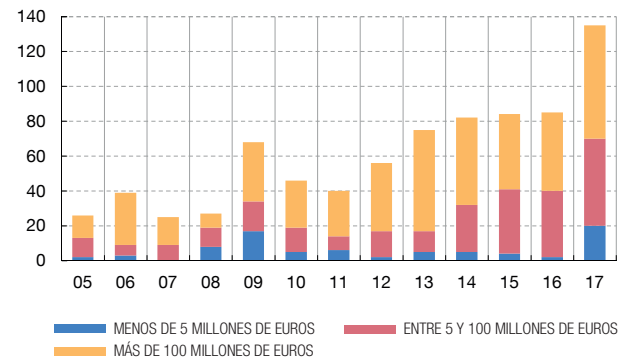
4 Ley 10/2014, de 23 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

El número de empresas españolas que captan fondos a través de la emisión de valores de renta fija ha aumentado sensiblemente durante los últimos años, al igual que lo ha hecho el número de emisiones, con un protagonismo creciente de las de tamaño medio (entre 5 millones y 100 millones de euros). También se han incorporado más ramas de actividad, como comercio y hostelería. No obstante, una parte destacada de las emisiones de los principales grupos corporativos se realiza en el exterior, a través de sociedades filiales no residentes.

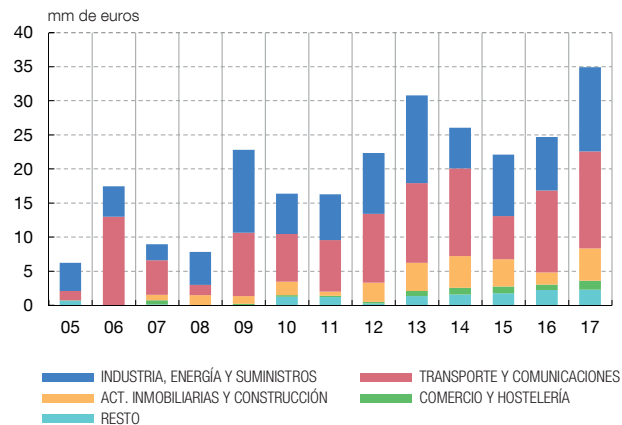
1 NÚMERO DE EMISORES DE RENTA FIJA. CORTO Y LARGO PLAZO (a)



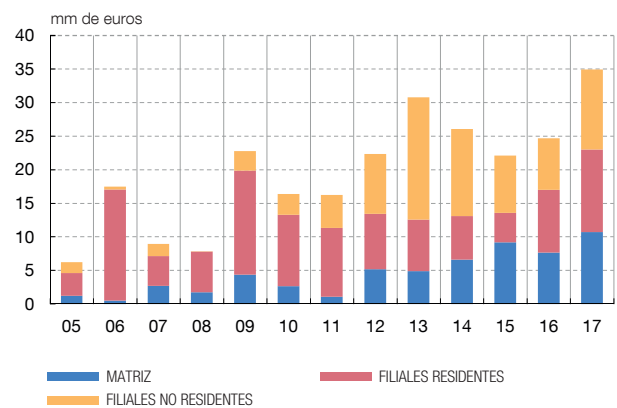
2 NÚMERO DE EMISIONES POR TAMAÑO. LARGO PLAZO



3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA, POR SECTORES. LARGO PLAZO



4 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA. LARGO PLAZO



FUENTE: Banco de España.

a Debido a la falta de disponibilidad de datos históricos, se han considerado empresas que emiten por primera vez aquellas que han emitido por primera vez desde 2005 y que en dicho año no presentaban saldos vivos de emisiones realizadas en años anteriores.



sectores más activos durante los últimos años han sido los de transporte y comunicaciones, seguidos de la industria, energía y suministros, y, más recientemente, las de actividades inmobiliarias y construcción (véase gráfico 2.3).

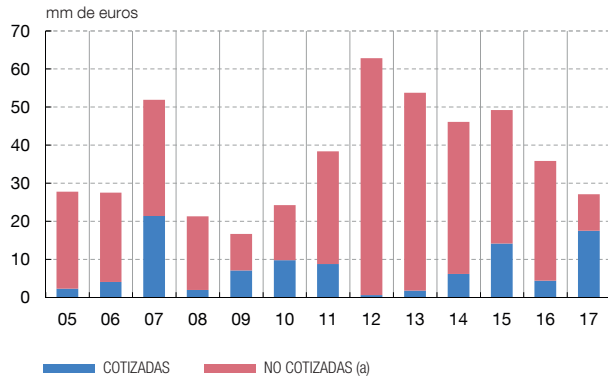
Por último, otra característica relevante del mercado español de renta fija es que una parte destacada de las emisiones de los principales grupos corporativos se realiza en el exterior, a través de sociedades filiales no residentes (véase gráfico 2.4).

Los mercados de renta variable

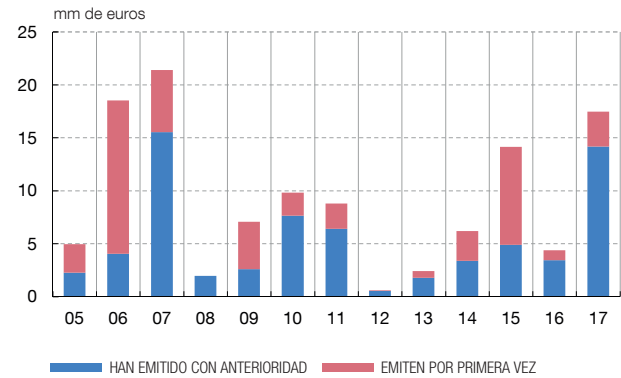
Desde el comienzo de la crisis, el recurso a la renta variable ha sido la principal fuente de financiación externa de las empresas, con flujos netos que han sido siempre positivos a lo largo del período analizado (representando en media anual 37,1 mm y 27,1 mm en 2017), lo que es coherente con el proceso de desapalancamiento comentado en la primera sección (véase gráfico 1.1). Como se aprecia en el gráfico 3.1, el grueso de estas emisiones corresponde a empresas no cotizadas.

Desde el comienzo de la crisis, la renta variable ha sido la principal fuente de financiación externa de las empresas, con el grueso de estas emisiones realizado por empresas no cotizadas. En el caso de las empresas cotizadas, para las que la estadística disponible ofrece un desglose más pormenorizado, los volúmenes captados presentan una gran variabilidad entre años, lo que también se observa en la desagregación por sectores de actividad. Durante los últimos años se han ido incorporando nuevos emisores, si bien la proporción que representan sobre el total continúa siendo reducida.

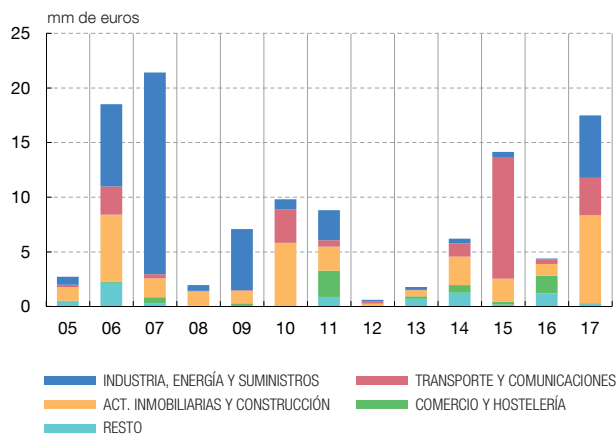
1 EMISIONES DE RENTA VARIABLE



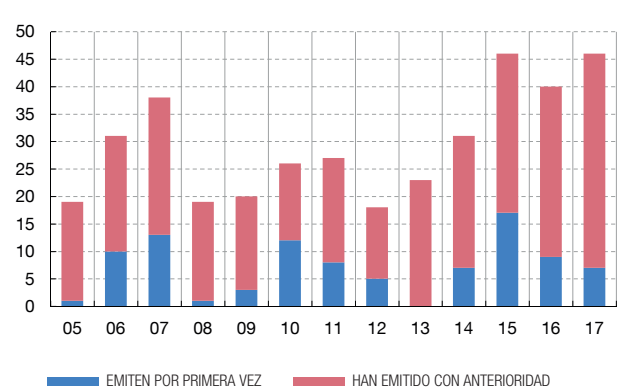
2 EMISIONES DE RENTA VARIABLE EN MERCADOS COTIZADOS, POR ANTIGÜEDAD DEL EMISOR



3 EMISIONES DE RENTA VARIABLE, POR SECTORES EN MERCADOS COTIZADOS



4 NÚMERO DE EMISORES DE RENTA VARIABLE EN MERCADOS COTIZADOS



FUENTE: Banco de España.

a Incluye emisiones de capital de sociedades no financieras no cotizadas, cualquiera que sea su forma jurídica.



En el caso de las empresas cotizadas, para las que la estadística disponible ofrece un desglose más pormenorizado, los volúmenes captados no muestran una tendencia definida a lo largo del período analizado (véase gráfico 3.2). Esta volatilidad en los volúmenes de financiación captada por las SNF mediante acciones en mercados cotizados se observa también en la desagregación por sectores de actividad, siendo tradicionalmente la rama más activa la de la industria, energía y suministros, que representa el 38 % del total de fondos captados mediante la emisión de acciones a lo largo del período 2005-2017 (véase gráfico 3.3). En los últimos años, sin embargo, se ha venido registrando un importante incremento en la financiación obtenida por empresas de transporte y comunicaciones, multiplicando por cuatro el total de la financiación captada durante el período 2012-2017 con respecto a 2008-2012, y del sector de actividades inmobiliarias y construcción, que para el año 2017 ha representado el 46 % del total del volumen emitido.

Por su parte, la información sobre el número de emisores en mercados cotizados también evidencia un perfil irregular, con una media en torno a los 30 emisores por año (véase gráfico 3.4). Al igual que ocurría en el caso de los mercados de renta fija, se observa que durante los últimos años se han ido incorporando nuevos emisores, si bien la proporción que representan sobre el total ha sido más reducida.

Los mercados alternativos

En línea con lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, durante los últimos años se han creado en España mercados de valores alternativos, en un primer momento en renta variable y, más adelante, en renta fija, como mecanismos más especializados en la captación de recursos financieros por parte de las empresas, que, por su propia naturaleza (muy innovadoras, de reciente creación o simplemente de menor tamaño, como las pymes), demandaban un entorno diferente al que ofrecen los mercados regulados, en los que normalmente se financian empresas de gran tamaño.

El MAB es un sistema multilateral de negociación que se constituyó en 2006 como mercado no oficial, con el objetivo de ofrecer oportunidades de financiación, mediante la emisión y negociación de acciones o participaciones, a empresas en expansión, que no podían optar a un mercado bursátil tradicional por carecer de la dimensión necesaria. El MAB cuenta con varios segmentos: empresas en expansión⁵, sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), sociedades de inversión de capital variable (SICAV), fondos, entidades de capital riesgo (ECR) y sociedades de inversión libre (SIL). En este artículo se analizan solo las empresas incluidas en el segmento del MAB de empresas en expansión, dado que dicho segmento es el único que agrupa a las sociedades no financieras, mientras que los otros están formados por empresas financieras. Por su parte, el MARF es también un sistema multilateral de negociación, que se creó en 2013 para la canalización de recursos, principalmente a las sociedades de tamaño pequeño y mediano, a través de valores de renta fija. Para ello, los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad y menor coste en la tramitación de las emisiones. Se negocian valores a corto plazo (como los pagarés) y a medio y largo plazo (como los bonos, que, a su vez, pueden ser simples o de titulización).

Estas iniciativas han sido apoyadas también con algunos cambios regulatorios. En el terreno tributario, algunas comunidades autónomas y el Estado han introducido diversos incentivos en la compra de acciones de empresas de nueva creación o en aquellas que cotizan en los mercados alternativos de acciones, siempre que se cumplan determinados requisitos de mantenimiento de la inversión y de tamaño de la empresa. En el ámbito mercantil, para impulsar el MARF se ha modificado la normativa de empresas de seguros y fondos de pensiones, para que puedan adquirir valores cotizados en estos mercados de renta fija.

El gráfico 4 ilustra cómo la actividad de las empresas no financieras en estos mercados alternativos ha presentado una evolución creciente a lo largo de los últimos años. Así, el número de sociedades admitidas a negociación ha crecido de forma continua (véanse gráficos 4.1 y 4.2), superando la cifra de 40 emisores en ambos casos en 2017. En el MAB, los sectores más activos desde su creación han sido, atendiendo al número de emisores, la rama de transporte y comunicaciones, y el sector de industria, energía y suministros (véase gráfico 4.3). En términos de los volúmenes captados (véase gráfico 4.5), también

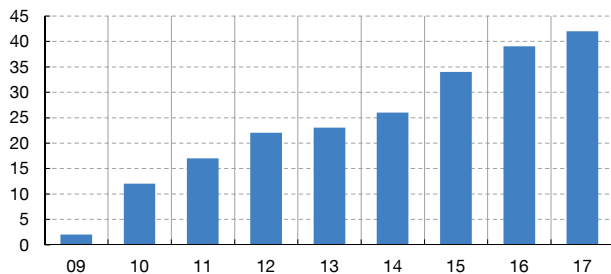
⁵ El segmento del MAB de empresas en expansión agrupa aquellas sociedades no financieras de reducida capitalización que buscan expandirse a través de la emisión de instrumentos de renta variable.

LA ACTIVIDAD DE LAS EMPRESAS EN LOS MERCADOS DE VALORES ALTERNATIVOS HA PRESENTADO UNA EVOLUCIÓN CRECIENTE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

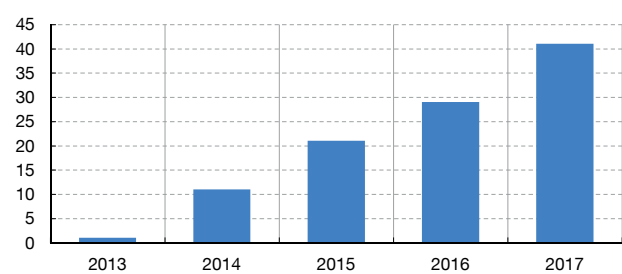
GRÁFICO 4

El número de sociedades admitidas a negociación en los mercados de valores alternativos ha crecido de forma continua. Los sectores más activos desde su creación han sido la rama de transporte y comunicaciones, y el sector de industria, energía y suministros (en el MAB), y la industria, energía y suministros, y las actividades inmobiliarias y construcción (en el MARF). A pesar del crecimiento de estos mercados, los volúmenes de financiación captada, con respecto al total de los mercados de renta variable y renta fija, son todavía muy reducidos.

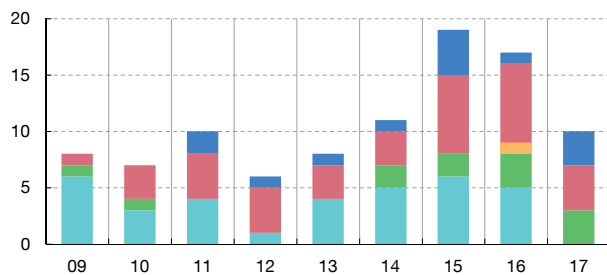
1 NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL MAB



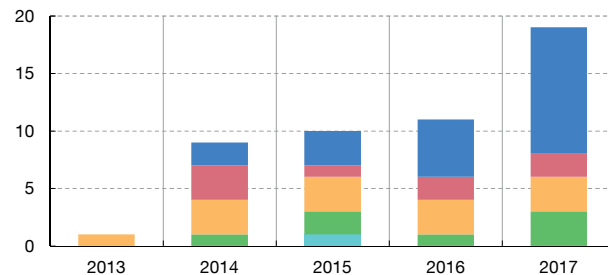
2 NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL MARF



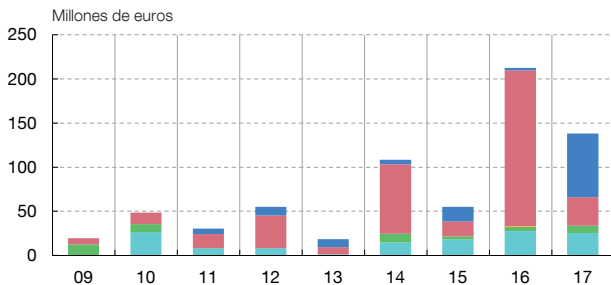
3 NÚMERO DE EMISORES EN EL MAB, POR SECTORES



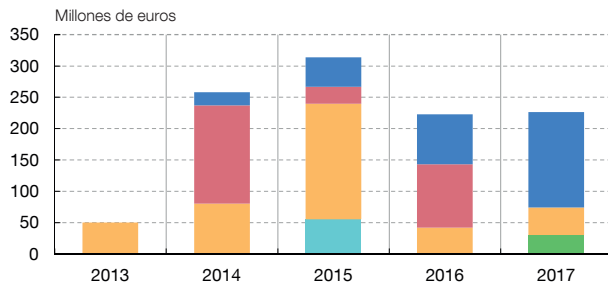
4 NÚMERO DE EMISORES EN EL MARF, POR SECTORES



5 VOLUMEN EMITIDO EN EL MAB, POR SECTORES

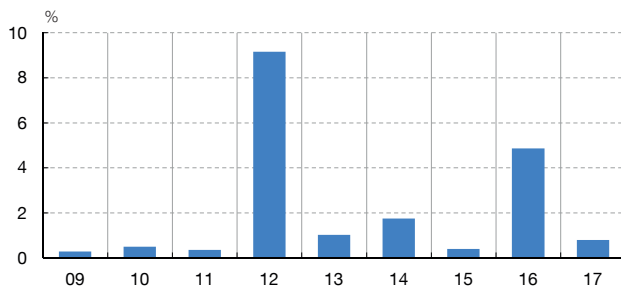


6 VOLUMEN EMITIDO EN EL MARF, POR SECTORES. LARGO PLAZO

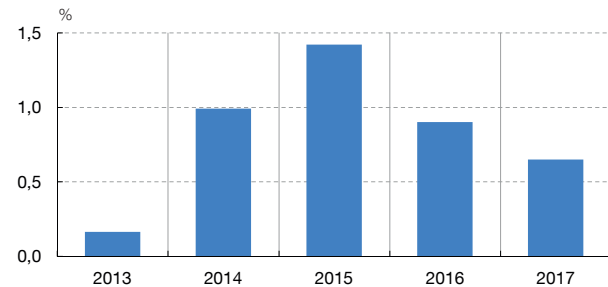


INDUSTRIA, ENERGÍA Y SUMINISTROS TRANSPORTE Y COMUNICACIONES ACT. INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN COMERCIO Y HOSTELERÍA RESTO

7 EMISIONES DEL MAB RESPECTO AL TOTAL DE EMISIONES DE RENTA VARIABLE EN MERCADOS COTIZADOS



8 EMISIONES DEL MARF RESPECTO AL TOTAL DE EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS COTIZADOS. LARGO PLAZO



FUENTES: Mercado Alternativo de Renta Fija, Mercado Alternativo Bursátil y Banco de España.



lideran estos mismos sectores, seguidos de comercio y hostelería. Por lo que se refiere al MARF, la actividad emisora se concentra en el sector de la industria, energía y suministros, y en el de las actividades inmobiliarias y construcción, tanto en número de emisores como en volúmenes emitidos (véanse gráficos 4.4 y 4.6).

A pesar del crecimiento que han experimentado estos dos mercados alternativos, los volúmenes de financiación captada en términos relativos con respecto al total de los mercados de renta variable y de renta fija son todavía muy reducidos. Así, tanto en el MAB como en el MARF, los volúmenes alcanzados en el último año representan menos del 1 % de la financiación con valores captada por el conjunto de las empresas no financieras (véanse gráficos 4.7 y 4.8).

El capital riesgo

Se considera capital riesgo el conjunto de inversores financieros que participan habitualmente de manera temporal y minoritaria en el capital social de una empresa no cotizada (aunque también pueden participar en los recursos ajenos), de manera que se convierten en socios-accionistas de la empresa, participando así de modo directo en los riesgos y resultados del proyecto empresarial. Los inversores de capital riesgo en un sentido amplio pueden constituirse como entidades especializadas o como particulares, y se denominan de muy diversas formas (capital privado, «ángeles inversores», aceleradoras, fondos de riesgo, primeros accionistas), y su financiación puede circular por canales más o menos formales. En el caso de España, un paso previo a la cotización en los mercados oficiales o alternativos suele ser la captación de recursos propios o ajenos a través de las denominadas «entidades de capital riesgo» (ECR). Las ECR son entidades financieras reguladas por la CNMV cuyo principal objeto es la toma de participaciones temporales en el capital (o de deuda) de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente. La inversión (en valores de renta fija o variable) en una empresa por parte de una ECR supone para esta no solo la ventaja de una fuente de financiación alternativa, sino que, a través de la participación de profesionales cualificados en los órganos de dirección, aportan su conocimiento y experiencia, contribuyendo, potencialmente, a mejorar la eficiencia en la gestión. Las ECR fueron reguladas en España por primera vez en noviembre de 2005⁶. Recientemente se han introducido algunos cambios en su regulación, con el fin de potenciar su desarrollo. Concretamente, en noviembre de 2014 se aprobó⁷ la figura de las entidades de capital riesgo pyme (ECR-Pyme), flexibilizando los requisitos de constitución y modificando los activos de inversión frente a las ECR genéricas, en particular permitiendo un mayor uso tanto de préstamos participativos como de deuda para proveer de financiación a estas pymes, así como para participar en su gestión y en labores de asesoramiento.

La información estadística que se analiza en este artículo se apoya en los datos de las asociaciones de capital riesgo, nacionales e internacionales, que adoptan una visión más amplia⁸ que la estadística de las ECR españolas. Asimismo, dentro del capital riesgo, se

6 Por medio de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

7 Mediante la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

8 En este sentido, la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) contabiliza como capital riesgo tanto la actividad referida a las ECR como la correspondiente a las operaciones denominadas «capital privado» (que incluiría, entre otras, las *start-up* privadas, las rondas de financiación de capital, las transacciones de ángeles inversores y las de aceleradoras).

suelen diferenciar distintos tipos de inversión, de acuerdo con la fase de desarrollo de las empresas o sus proyectos. De este modo, el capital riesgo puede clasificarse, dentro de las primeras etapas, en las siguientes modalidades: el capital semilla (*seed capital*), que es aquella inversión que está relacionada con empresas que, o acaban de nacer, o aún no han comenzado sus actividades empresariales, y cuyos productos o servicios están en fase de definición; el capital arranque (*start-up capital*), que va dirigido a empresas que ya existen, pero necesitan financiación para su puesta en marcha (aún no han empezado con la producción y distribución del producto o servicio, y, habitualmente, aún no han generado beneficios); el capital fortalecimiento o fomento (*late-stage capital*), que habitualmente se dirige a empresas que ya están produciendo y comercializando, y que tienen resultados positivos pero pretenden iniciar un fuerte crecimiento, con el objetivo, en muchas ocasiones, de su posterior salida a bolsa. Respecto a las etapas posteriores⁹, la inversión se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas y se suelen distinguir las siguientes modalidades: el capital expansión, que se destina a sociedades que ya tienen un producto consolidado y desean aumentar sus ingresos y beneficios mediante una expansión geográfica, de producto o de cliente; el capital con apalancamiento [*leveraged buy-out* (LBO), *management buy-out* (MBO) y *management buy-in* (MBI)], que es aquella modalidad de inversión que tiene como objetivo la adquisición de una empresa, para lo que se emplea una cantidad significativa de dinero prestado (bonos o préstamos); el capital de sustitución (*replacement capital*), que está destinado a aquellas operaciones en las que la sociedad inversora releva a uno o a más accionistas (que no están interesados en continuar con la inversión); y, por último, el capital reestructuración (*turnaround capital*), que está dirigido a un cambio de estrategia o de gestores de la empresa. Estas tres últimas modalidades no suponen habitualmente una aportación de nuevos fondos para las empresas¹⁰.

En el gráfico 5 se ilustra la evolución reciente del capital riesgo destinado a las empresas españolas y se compara con el recibido por las compañías europeas y por las de Estados Unidos. El gráfico 5.1 muestra que, de acuerdo con la estadística de Invest Europe¹¹, el volumen de fondos canalizado por el capital riesgo hacia las empresas españolas (2,6% del PIB en 2017) se ha situado durante los últimos años en un nivel similar al del correspondiente porcentaje para el promedio de las europeas (3,2% del PIB), pero muy por debajo de las cifras de capital riesgo en Estados Unidos (2,8% del PIB). Como se puede observar en el gráfico 5.2, el grueso de los fondos destinados a las compañías españolas procede de fuera de nuestro país. Aunque a lo largo de los tres últimos años se aprecia un repunte de la actividad en las primeras fases (semilla, arranque y fortalecimiento), es en las etapas posteriores en las que se concentra la proporción mayoritaria de la actividad de capital riesgo, tanto en España como en el resto de Europa y en Estados Unidos, en particular a través de las operaciones de apalancamiento (LBO, MBO y otros) (véanse gráficos 5.3 a 5.5). Por sectores económicos, como se aprecia en el gráfico 5.6, las ramas en las que se concentraron estas operaciones fueron las de industria, energía y suministros, seguidas de transporte y comunicaciones, y de comercio y hostelería.

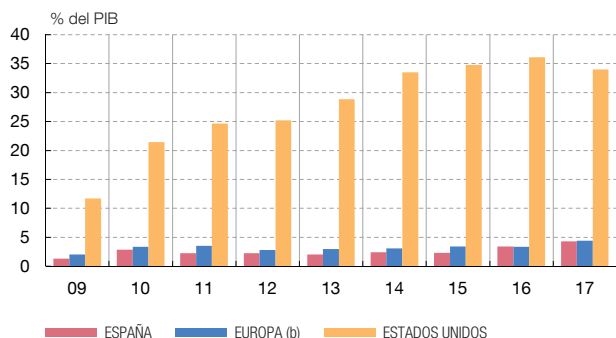
9 Estas etapas también se suele denominar en la literatura «capital privado» o *private-equity*.

10 El capital expansión, en sentido amplio, incluiría el capital con apalancamiento y de sustitución del propio capital expansión. Las inversiones con desembolso efectivo en acciones y bonos privados que realizan las ECR a través del mercado primario suponen nueva financiación y están integradas en las operaciones financieras de las cuentas financieras en las partidas de instrumentos de renta variable y de renta fija, respectivamente.

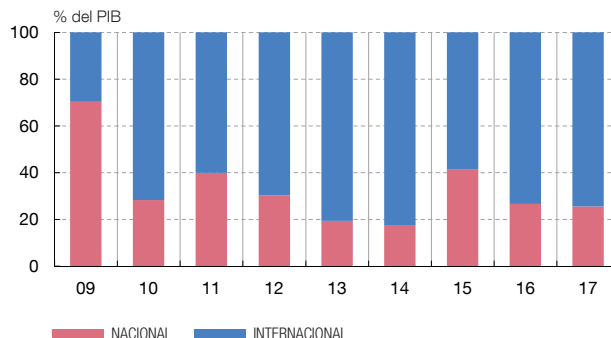
11 La plataforma de capital riesgo y capital privado Invest Europe incluye Austria, países bálticos (Estonia, Letonia, Lituania), Bélgica, Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Bosnia-Herzegovina, Croacia, Macedonia, Montenegro, Serbia, Eslovenia, Eslovaquia, Polonia, Portugal, Rumanía, España, Suecia, Ucrania y Reino Unido.

Durante los últimos años, el volumen de fondos canalizado por el capital riesgo hacia empresas españolas se ha situado, en términos del PIB, en un nivel similar al de las empresas europeas, pero muy por debajo de las cifras de capital riesgo en Estados Unidos. El grueso de los fondos destinados a las compañías españolas procede de fuera de nuestro país, con una proporción mayoritaria de la actividad canalizada en etapas de desarrollo avanzadas. Los sectores de actividad en los que se concentran estas operaciones son industria, energía y suministros, seguidos de transporte y comunicaciones, y de comercio y hostelería.

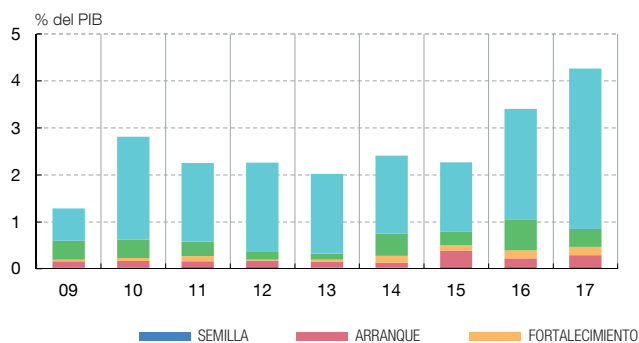
1 INVERSIÓN TOTAL SEGÚN EL PAÍS DE DESTINO



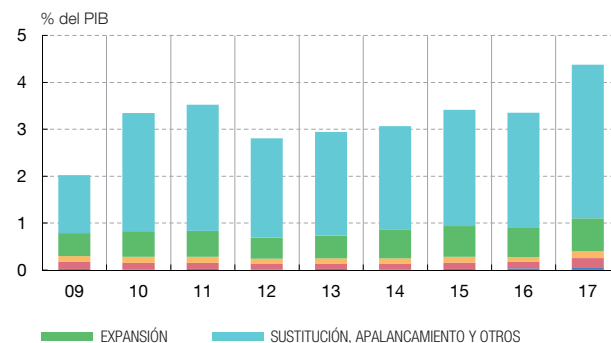
2 INVERSIÓN EN EMPRESAS ESPAÑOLAS, POR PROCEDENCIA DEL CAPITAL



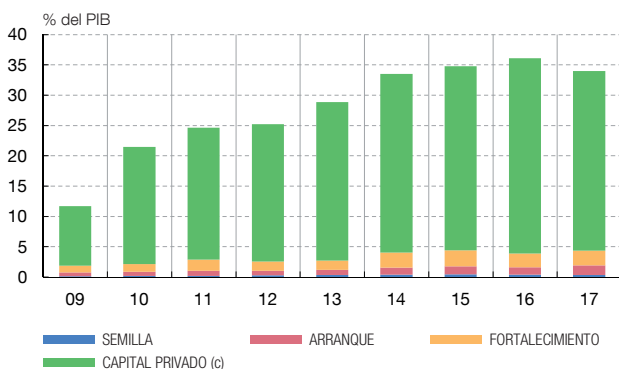
3 INVERSIÓN EN EMPRESAS ESPAÑOLAS, POR FASE DE DESARROLLO (b)



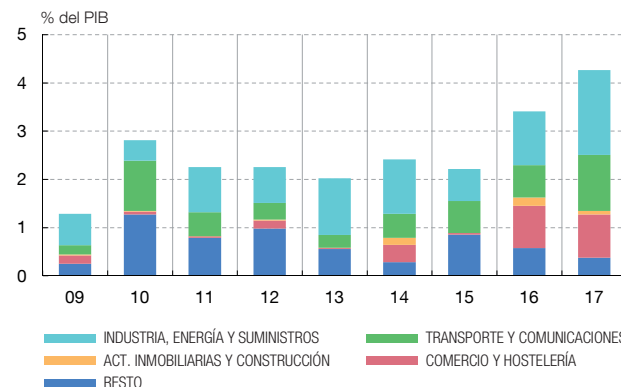
4 INVERSIÓN EN EMPRESAS EUROPEAS, POR FASE DE DESARROLLO (b)



5 INVERSIÓN EN EMPRESAS DE ESTADOS UNIDOS, POR FASE DE DESARROLLO (b)



6 INVERSIÓN EN EMPRESAS ESPAÑOLAS, POR SECTOR



FUENTES: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, Invest Europe y National Venture Capital Association.

- a Debido a un cambio metodológico, la variable inversión ha pasado a hacer referencia a la inversión realizada en empresas nacionales por gestoras privadas nacionales e internacionales, y no incluye la inversión de las GP nacionales que invierten en el extranjero.
- b Incluye Austria, países bálticos (Estonia, Letonia, Lituania), Bélgica, Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Bosnia-Herzegovina, Croacia, Macedonia, Montenegro, Serbia, Eslovenia, Eslovaquia, Polonia, Portugal, Rumanía, España, Suecia, Ucrania y Reino Unido.
- c No hay datos disponibles sobre el desglose de la inversión de capital privado para Estados Unidos.

Descargar

Las plataformas de financiación participativa

Las plataformas de financiación participativa (PFP), denominadas en inglés *crowdfunding*, reguladas en España en abril de 2015, constituyen un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y de los mercados alternativos. En particular, se diferencia entre el *equity-crowdfunding* (donde la obtención de fondos se canaliza a través de capital) y el *crowdlending* (donde el instrumento utilizado es la deuda). A finales de 2017, la CNMV había autorizado 26 PFP, de las cuales 11 eran de acciones, 10 de préstamos y 5 eran mixtas, de acciones y préstamos. En cuanto a su actividad, todavía no existen estadísticas oficiales, dadas sus fases tempranas de desarrollo. No obstante, las primeras estimaciones apuntan a que los fondos canalizados por esta vía, tanto en acciones como en deuda, aunque todavía son marginales respecto del conjunto de la financiación total, presentan crecimientos elevados. Así, se estima¹² que, de media, a lo largo de los tres últimos años los fondos captados por estas plataformas a escala global han presentado crecimientos superiores al 40 % anual, superando globalmente en el período enero-junio de 2018 los 9,4 mm de euros. Por áreas geográficas, hay que destacar la elevada participación de China, que acumularía en este período el 80 % del volumen mundial captado por las plataformas, seguida de Estados Unidos con un 11 % y, a mucha distancia, del Reino Unido (2 %), Japón, Francia (1 %) y España (0,2 %).

15.11.2018.

¹² Statista. <https://www.statista.com/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide>.