



bonds

Financiación para tiempos de crisis

Todo empezó en el verano de 2007, cuando las entidades financieras comenzaron a desconfiar de prestar dinero a sus homólogas. Las denominadas «hipotecas *subprime*» comenzaban a dejar traslucir su verdadero riesgo. Aunque la tasa de morosidad de los créditos a las empresas y a las familias en España había mostrado ya ligeros repuntes, todavía no se trataba de niveles preocupantes.

Javier López Somoza

Pero el mercado interbancario se había secado. Fue de tal intensidad esta crisis de liquidez y tan larga su duración que, como consecuencia, el crédito dejó de fluir hacia particulares y empresas. Los bancos preferían colocar su exceso de liquidez -el que la tenía- en la facilidad de depósito del BCE, aunque perdiera un diferencial de rentabilidad, dado que no se fiaban de la solidez de otros bancos.

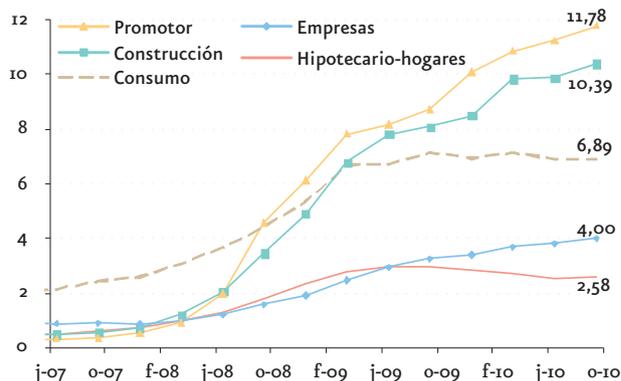
En paralelo, y centrándonos en la UE, durante 2010 se ha producido un encarecimiento en el coste de financiación de los Estados, que ha sido más acusado en el caso de las denominadas «economías periféricas», cajón «desastre» del que España no ha podido escabullirse, y, aunque en los últimos meses del año, comenzó a observarse que se diferenciaba entre la difícil situación de Grecia, Portugal e Irlanda y la mejor de España e Italia, cualquier noticia sobre las dificultades fiscales de los periféricos generaba automáticamente un desplazamiento hacia arriba de la curva -más acusado, es verdad, en los primeros-, pero que no ha evitado que la deuda española haya llegado a cotizar por encima de los 270 puntos sobre la alemana.

No se producirá un crecimiento de la inversión crediticia hasta mediado el año 2012

De esta forma, si al Estado español le cuesta más que los inversores compren su deuda, esta situación se irá trasladando automáticamente al resto de los agentes del país, es decir, a las entidades financieras españolas en primera instancia y, al final, a un tipo de interés más elevado para las empresas que necesitan acudir a la financiación crediticia, tanto sea por el repunte de la base (es decir, del Euribor) como por un incremento de los diferenciales exigidos, consecuencia de una mayor percepción de riesgo en las inversiones crediticias (véase gráfico «Morosidad bancaria por sectores»).

Y eso cuando se consigue la financiación (o refinanciación), porque, directamente, el sector inmobiliario ha quedado estigmatizado durante mucho tiempo. El crédito a empresas cayó en octubre de 2010 (último dato disponible) un 0,6% respecto al mes anterior. Desde

Morosidad bancaria por sectores (%)



Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España.

mayo de 2009, se están registrando descensos en el saldo de los préstamos a empresas concedidos por las entidades de crédito. Con los últimos datos del Banco de España, el crédito empresarial se está concediendo a un interés del 4,41% (TAE) en operaciones de hasta un millón de euros. En Afi pensamos que no se producirá un crecimiento de la inversión crediticia hasta mediado el año 2012.

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS

España es uno de los países más bancarizados del mundo. Diversos indicadores, como el número de oficinas bancarias por habitante, así lo ponen de manifiesto. Los bancos representan la fuente más importante de provisión de servicios financieros a las empresas, pues los mercados de capitales, tanto de renta fija como de variable, son poco profundos, es decir, no son muchas las empresas que cotizan sus acciones o bonos en ellos. En las pymes, este hecho es más acusado, pues su nivel de capitalización es reducido y, por tanto, la financiación bancaria representa un alto porcentaje de su pasivo. Consecuentemente, en momentos como el actual, en el que el crédito bancario parece no fluir en la medida de lo necesario (ésta es la queja de las empresas), se hace impres-



cindible la búsqueda de fuentes alternativas de financiación o de canales menos habituales.

En este artículo, vamos a reseñar dos de ellos de uso todavía muy reducido o incipiente, pero cuya evolución está siendo positiva en los dos últimos años, lo cual muestra su potencialidad, y que son la garantía recíproca y el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB-ee). La puesta en funcionamiento efectiva de este último se produjo con la salida a cotización de Zinkia Entertainment en julio de 2009 y, en el último trimestre de 2010, ha visto cómo se producían cuatro nuevas incorporaciones, aceleración que también se ha dado en los mercados bursátiles europeos, como recoge el observatorio europeo de OPV de la consultora PwC.

GARANTÍA RECÍPROCA

Las sociedades de garantía recíproca (SGR) son entidades financieras que actúan bajo la supervisión y el control del Banco de España y su función principal es conceder avales, facilitar una garantía parcial o total de la devolución del principal e intereses del prestatario. De esta manera, asumen una parte del riesgo en el que incurren las instituciones financieras en su actividad crediticia. Asimismo, pueden prestar servicios de asistencia y asesoramiento financiero al socio participe sobre las condiciones de mercado, los instrumentos que mejor se adaptan a sus necesidades y a su proyecto de inversión.

En España, operan 23 SGR. De ellas, 20 son de ámbito regional y tres de carácter sectorial. Aunque todavía no existen datos definitivos de 2010, se puede adelantar que continúa la tendencia positiva ya mostrada en 2009. El conjunto de las SGR está evidenciando tasas de crecimiento de la actividad en torno al 10%, un comportamiento positivo que muestra su carácter anticíclico en el actual momento de restricción crediticia. Aun así, el uso de este instrumento es muy reducido.

El riesgo vivo del sistema de garantías se situó, a finales de 2009, en 6.525 millones de euros (el importe de los préstamos a empresas asciende a finales del tercer trimestre de 2010 a un billón de euros). Las empresas que solicitan los avales de las SGR suelen ser mayorita-

riamente pymes o microempresas (menos de 10 trabajadores), sin capacidad para aportar garantías reales. Éste es el objetivo fundamental: lograr que las entidades financieras incorporen como clientes de crédito a pequeñas empresas que, de otra forma, no lo serían, al no contar con suficiente colateral exigido por los bancos y la normativa prudencial.

Los avales financieros concedidos por SGR están creciendo frente a los avales técnicos

Se observa, asimismo, que la formalización de avales para la financiación de inversiones es la línea de actividad que más está creciendo, mientras que la de avales técnicos se está reduciendo frente a lo que venía siendo habitual en los años precrisis, lo que es un indicador más de cuál es la problemática actual de las empresas.

MERCADOS DE CAPITALES: EL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

Otra de las alternativas para la financiación de las empresas es la apelación directa al inversor a través de los mercados de capitales organizados. En el año 2009, comenzó a funcionar el segmento para empresas en expansión del MAB-ee, que es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que tienen proyectos de crecimiento, pues cuenta con una regulación específica diseñada para esta tipología de empresas y unos costes y procesos, tanto en la incorporación como en el fase posterior de cotización, adaptados a sus características (véase cuadro «Requisitos de incorporación al MAB»). Tras un comienzo titubeante, pues durante este primer ejercicio sólo fueron dos las empresas que se listaron en el mercado (Zinkia e Imaginarium), durante el año 2010 han sido 10 las nuevas empresas que han decidido incorporarse.

Este número, que no el volumen de las operaciones, contrasta con las que presenta el mercado principal, pues, en 2010, sólo ha habido tres salidas: Amadeus, que, en realidad, ha sido un regreso, pues ya cotizó en él hasta el año 2006; Constructora San José y Enel Green Po-



wer, y una más en 2009, Caja de Ahorros del Mediterráneo.

Como se puede ver en la tabla «Empresas cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión», es un mercado para pequeñas y medianas empresas. En conjunto, todas las salidas han permitido captar más de 60 millones de euros (5,3 millones de media), siendo la mayor la oferta de suscripción de 12,7 millones de euros realizada por Imaginarium, mientras que Euro-Telecom utilizó el sistema de *listing*, es decir, con carácter previo no realizó ninguna oferta pública de venta ni de suscripción de acciones. Con relación a otros parámetros expresivos del tamaño, la facturación media de las empresas cotizadas en este mercado es de 20,7 millones de euros y el tamaño del activo de 17,7 millones de euros (datos de 2009).

La apelación directa al inversor a través de los mercados de capitales organizados como el MAB es una alternativa de financiación para las empresas

Algunas comunidades autónomas (como Madrid, Galicia y Cataluña) han establecido incentivos fiscales o ayudas económicas dirigidas tanto a las empresas que quieren salir a cotizar en ese mercado como a los inversores que acuden a estas OPS u OPV.

Esta aceleración de la actividad en este mercado que se ha producido en 2010 también se ha producido en otros mercados similares en otros países. Por ejemplo, Alternext, que es el mercado para empresas de tamaño pequeño y mediano cotizadas en las Bolsas de París, Bruselas y Ámsterdam, registró 37 salidas en 2010 frente a sólo cinco de 2009. Por sectores, se observa una gran diversificación, de los que destacan servicios de consumo (8), industria (7), tecnología (6), bienes de consumo (4),

EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN (MILLONES DE EUROS)

| Nombre | Sector | Fondos captados | Facturación (2009) | Activo (2009) |
|-------------------|-----------------------------------|-----------------|--------------------|---------------|
| 2009 | | | | |
| Zinkia | Cine/entretenimiento | 7,0 | 5,5 | 18,0 |
| Imaginarium* | Servicios comerciales | 12,7 | 87,4 | 58,0 |
| 2010 | | | | |
| Let s Gowex | Telecomunicaciones | 6,0 | 35,2 | 30,3 |
| Medcomtech | Especialidades médicas | 8,9 | 10,1 | 11,0 |
| Negocio | Medios de comunicación | 3,7 | 10,9 | 15,9 |
| Bodaclik | Internet | 10,0 | 11,8 | 7,9 |
| Neuron Biopharma | Bioteología | 2,5 | 0,5 | 13,1 |
| AB-Biotics | Bioteología | 3,5 | 1,0 | 2,8 |
| Grupo Nostrum | Publicidad/servicios de marketing | 4,4 | 25,1 | 24,2 |
| Altia Consultores | Tecnologías de la información | 2,6 | 16,3 | 11,8 |
| Commcenter | Telecomunicaciones | 2,2 | 43,1 | 18,4 |
| Euro-Telecom | Telecomunicaciones | — | 1,6 | 0,6 |

* El ejercicio de esta sociedad finaliza el 31 de enero de cada año.
Fuente: elaboración propia.

salud (4) y telecomunicaciones (4). Son ya 167 las sociedades cotizadas en Alternext.

Por lo que respecta al AIM de Londres, que es el principal mercado bursátil para empresas en crecimiento, han sido 102 las incorporaciones durante 2010 (ya son más de 2.700 las compañías), lo que ha supuesto 1.400 millones de euros de nueva financiación. Por sectores, los destacados son minería (17), banca y servicios financieros (17), *software* y equipos informáticos (9) y medios de comunicación (7).

Esta disparidad sectorial es un indicativo de que éstos no son mercados específicos para empresas «tech» o «bio», sino para toda aquella empresa que tenga un proyecto de crecimiento, la necesidad de dar salida a un inversor, preparar una sucesión u otras legítimas motivaciones y que, ante un entorno restrictivo de acceso a la financiación crediticia, se erigen como razonable alternativa para adecuar la estructura financiera de las compañías ::

REQUISITOS DE INCORPORACIÓN AL MAB

¿Qué acciones son susceptibles de incorporación?

Las acciones emitidas por sociedades anónimas que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones y:

- Que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o suscripción, pública o no. El valor estimado de las acciones (*free float*) no podrá ser inferior a dos millones de euros.
- Si no son objeto de oferta previa, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros.

¿Qué sociedades pueden cotizar?

- Aquellas que comercialicen ya productos o servicios o que hayan realizado actuaciones relevantes preparatorias al efecto (no capital semilla).
- Si no tienen dos ejercicios completos de actividad, deberán presentar previsiones sobre el ejercicio en curso y siguiente y, además, los accionistas de referencia y los principales directivos deberán asumir compromisos de permanencia.

Asimismo, la normativa contempla una serie de requisitos aplicables a los accionistas de referencia, e, incluso, alguno aplicable a los directivos, con el objetivo fundamental de proteger a los nuevos accionistas que irán entrando en la compañía.