

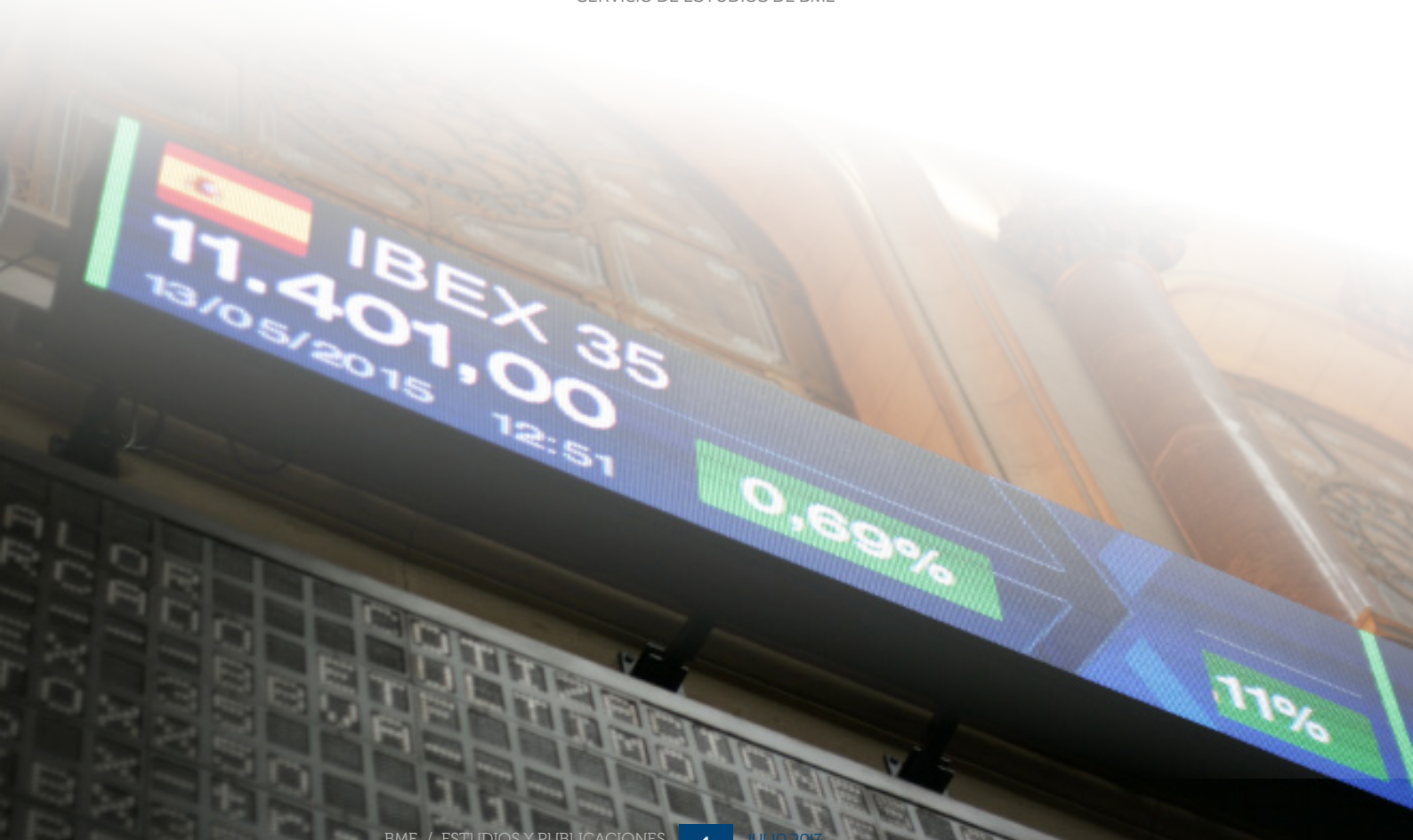
ESTUDIOS Y PUBLICACIONES

ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA AL CIERRE DE 2016

LA DESINTERMEDIACIÓN DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL SE INTENSIFICA EN ESPAÑA

Más capital, menos financiación bancaria y más renta fija. España acelera en un cambio que reduce la vulnerabilidad de las empresas.

DOMINGO GARCÍA COTO, JAUME CARBONELL, ANDREA GÓMEZ Y TERESA AGUILAR
SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME



Lo afirma el Banco de España en su último Informe Anual, "se está produciendo un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas españolas. Aunque es un fenómeno global su intensidad ha sido algo más marcada en España donde el grado de bancarización ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno". Lo confirman también los datos de las principales empresas no financieras españolas cotizadas, aquellas que forman parte del IBEX 35, que siguen avanzado hacia una estructura de financiación más equilibrada y flexible con más peso de los fondos propios y creciente financiación no bancaria. Tomando un conjunto homogéneo de compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX 35 entre 2010 y 2016, los recursos propios han aumentado un 24% y la financiación bancaria se ha reducido un 42% situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializado en instrumentos de renta fija que crece un 29%, de acuerdo con el análisis elaborado por el Servicio de Estudios de BME a partir de las cuentas auditadas de las compañías. Las grandes empresas son las que están aprovechando esta tendencia en mayor medida y el reto consiste en que más compañías de menor tamaño puedan también incorporarse a esta tendencia a través de mercados especializados como el MAB o el MARF.

El reciente Informe Anual¹ del Banco de España (BdE) es taxativo al afirmar que el acceso a la financiación es un condicionante importante de las decisiones de inversión de las empresas no financieras y puede afectar a magnitudes como el activo circulante, las ventas o la contratación de personal². Además, pone de manifiesto el efecto de ciertas variables en las restricciones a la financiación: la edad de las compañías (a mayor edad menos restricciones de financiación), el alto crecimiento y la innovación (a mayor crecimiento e innovación mayores restricciones) y sobre todo el tamaño

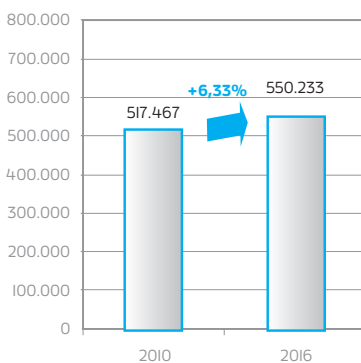
(a menor tamaño mayores restricciones a la financiación). Todas ellas, como puede apreciarse, relacionadas con la percepción de riesgo por parte de los suministradores de financiación.

Pero además, sobre cuestiones de financiación empresarial, el citado Informe del BdE da cuenta de un conjunto de datos que muestran un claro proceso de desintermediación y aumento de la diversificación de la financiación empresarial en España. A este respecto, los datos de las empresas españolas no financieras cotizadas, aquellas que han permanecido en el IBEX 35 entre 2010 y 2016 son extremadamente

PASA A PÁGINA 4 >

PATRIMONIO NETO + PASIVO TOTAL de las empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2016)

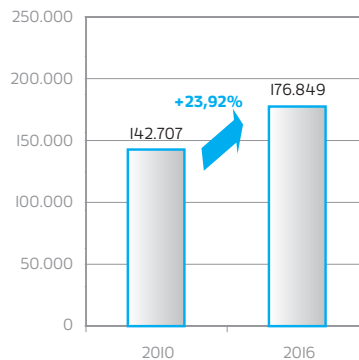
Millones de euros al cierre de 2010 - 2016
Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

PATRIMONIO NETO Recursos propios Empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2016)

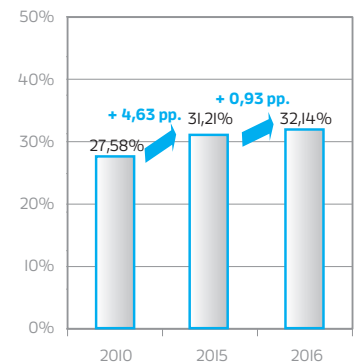
Millones de euros al cierre de 2010 - 2016
Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

Empresas no financieras del IBEX 35 % Recursos propios sobre el balance total

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2016.
Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

1. Banco de España (2017). Informe Anual 2016
2. Banco de España (2017). Informe Anual 2016. Pag. 69.

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DEL IBEX 35: ESTRUCTURA Y VARIACIONES. RESUMEN 2010-2016

Datos Homogéneos de Sociedades no financieras que han permanecido en el IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 (miles de euros y porcentajes)

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010	2016/2015
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)	Variación (%)
Pasivos financieros no corrientes	184.107.213	100	160.386.741	100	161.595.580	100	-12,23%	0,75%
Deudas con entidades de crédito	89.426.682	48,57	55.154.695	34,39	53.490.588	33,10	-40,18%	-3,02%
Obligaciones, bonos y otros valores negociables	80.689.373	43,83	91.503.164	57,05	94.167.934	58,27	16,70%	2,91%
Derivados (negociación, cobertura y otros)	4.527.082	2,46	4.898.761	3,06	4.376.534	2,71	-3,33%	-10,66%
Otros pasivos financieros	9.464.076	5,14	8.830.121	5,51	9.560.524	5,92	1,02%	8,27%
Pasivos financieros corrientes	44.935.360	100	49.021.295	100	48.520.087	100	7,98%	-1,02%
Deudas con entidades de crédito	24.092.231	53,62	14.738.711	30,07	12.026.976	24,79	-50,08%	-18,40%
Obligaciones, bonos y otros valores negociables	10.143.246	22,57	20.120.111	41,04	22.891.303	47,18	125,68%	13,77%
Derivados (negociación, cobertura y otros)	1.813.665	4,04	3.546.907	7,24	2.442.264	5,03	34,66%	-31,14%
Otros pasivos financieros	8.886.218	19,78	10.615.566	21,66	11.59.544	23,00	25,58%	5,12%

Recursos propios respecto al tamaño total del Balance=Activo=Pasivo+Patrimonio Neto

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010	2016/2015
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)	Variación (%)
Recursos propios	142.707.899	27,58%	166.953.009	31,21%	176.849.003	32,14%	23,92%	5,93%
Activo = Pasivo + Patrimonio Neto	517.467.622	100%	534.981.459	100,00%	550.233.610	100,00%	6,33%	2,85%

Porcentaje del endeudamiento total (pasivo) respecto al tamaño total del Balance=Activo=Pasivo+Patrimonio Neto

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)
Endeudamiento total (Total Pasivos)	374.759.723	72,42%	368.028.450	68,79%	373.384.607	67,86%	-0,37%
Activos = Pasivos + Patrimonio Neto	517.467.622	100,00%	534.981.459	100,00%	550.233.610	100,00%	6,33%

Porcentaje de los pasivos financieros respecto de los pasivos totales

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010	2016/2015
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)	Variación (%)
Total Pasivos financieros	229.042.573	61,2%	209.408.036	56,90%	210.115.667	56,27%	-8,26%	0,34%
Total Pasivos	374.759.723	100,00%	368.028.450	100,00%	373.384.607	100,00%	-0,37%	1,46%

Porcentaje de la financiación bancaria respecto de los pasivos financieros

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010	2016/2015
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)	Variación (%)
Financiación bancaria	113.518.913	49,56%	69.893.406	33,38%	65.517.564	31,18%	-42,28%	-6,26%
Total Pasivos financieros	229.042.573	100,00%	209.408.036	100,00%	210.115.667	100,00%	-8,26%	0,34%

Porcentaje de la financiación ajena de mercado (Obligaciones, Bonos y otros valores de renta fija negociables) respecto de los pasivos financieros

Miles de euros	31/12/10		31/12/15		31/12/16		2016/2010	2016/2015
	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Datos Agregados	Estructura (%)	Variación (%)	Variación (%)
Financiación de mercado (Renta Fija)	90.832.619	39,66%	111.623.275	53,30%	117.059.237	55,71%	28,87%	4,87%
Total Pasivos financieros	229.042.573	100,00%	209.408.036	100,00%	210.115.667	100,00%	-8,26%	0,34%

> VIENE DE PÁGINA 2

reveladores de estas tendencias que se producen, para este grupo de grandes empresas, toda vez que aumenta el tamaño del balance entre esos años: en concreto lo hace un 6,33%. De acuerdo con el Informe Anual del Banco de España³, "la ratio de recursos propios sobre activo de las empresas españolas de mayor tamaño ha llegado a situarse por encima del nivel promedio de sus homólogas de la Unión Europea Monetaria (UEM)".

Con los datos recopilados y analizados desde el Servicio de Estudios de BME, entre 2010 y 2016 los recursos propios (el patrimonio neto) de las compañías del IBEX 35, aumentó un 23,92%, una cifra que adquiere más significado si cabe en un grupo de empresas que, en general, cuentan con un acceso privilegiado a la financiación bancaria y a los mercados de deuda corporativa. La suma total de los recursos propios de estas empresas en 2010 ascendía a algo más de 142.000 millones (un 27,58% de su balance) y en las cuentas auditadas de 2016 se elevaba hasta los 166.000 millones (un 32,14%, casi cinco puntos porcentuales más). Sólo en el último año de los analizados (2016) los recursos propios de este conjunto de empresas IBEX aumentaron un 5,93% para ganar un punto porcentual de

Tomando un conjunto homogéneo de compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX 35 entre 2010 y 2016, los recursos propios han aumentado un 24% y la financiación bancaria se ha reducido un 4,2%

peso en la estructura de balance frente a lo representado en 2015.

Como complemento del análisis realizado, hemos comparado la estructura de balance agregado de las compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo componían al cierre de 2015 y 2016. Esta es una comparativa no homogénea pero marca una tendencia similar a la mostrada con el estudio armonizado: los recursos propios de las compañías no financieras del IBEX 35 en 2010 representaban un 26,03% del pasivo y eran del 30,38% para el conjunto de componentes no financieros del IBEX 35 en 2015 y del 32,21% para las integrantes del mismo grupo en 2016.

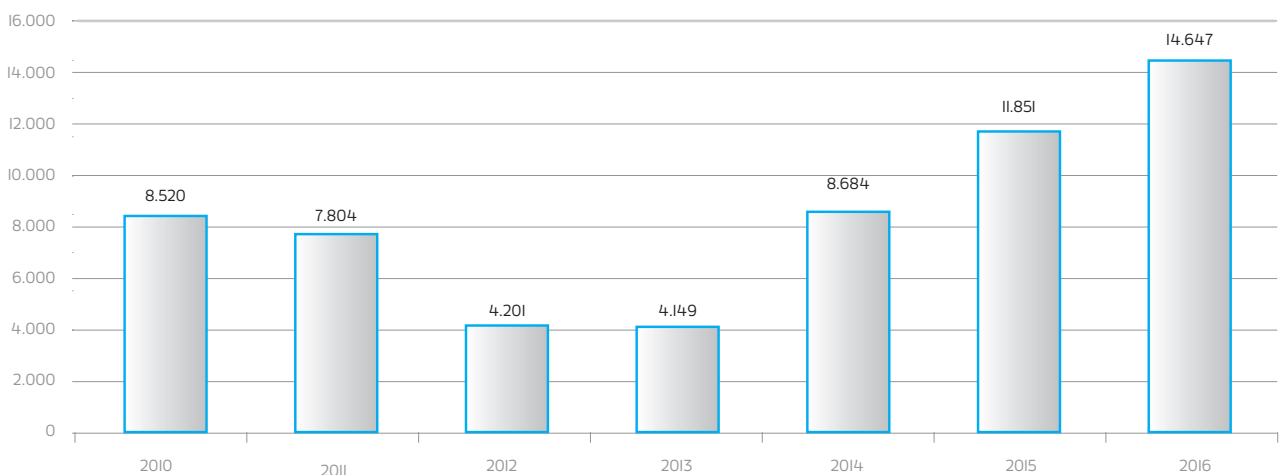
EL PAPEL DE LAS AMPLIACIONES EN EL AUMENTO DE LOS RECURSOS PROPIOS

El fortalecimiento de la financiación propia en forma de capital se ha visto favorecido no solo por el beneficio retenido (la parte del excedente de las compañías que no se reparte en forma de dividendo), 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 2016 en cifras superiores a los 23.000 millones de euros de valor efectivo anual (y van camino de superar esta cifra de nuevo en 2017). Si bien es cierto que en este volumen tienen un peso importante las ampliaciones realizadas

por las entidades bancarias no incluidas en el grupo de empresas no financieras de este análisis, las compañías no financieras cotizadas mantienen desde el año 2012 un volumen de ampliaciones creciente en los tres últimos años como se refleja en uno de los gráficos adjuntos. Apuntar también que la utilización de la fórmula del "scrip dividend", que ofrece a los accionistas la posibilidad de elegir la remuneración en efectivo o en acciones, ha sido un factor más que ha contribuido a elevar los recursos propios de las compañías durante los últimos años.

Volumen efectivo de Ampliaciones de capital de las Empresas no financieras cotizadas en la Bolsa española

Período 2010-2016. Datos en millones de euros



3. Banco de España (2017). Informe Anual 2016. Pag. 76.

EL ENDEUDAMIENTO TOTAL Y EL FINANCIERO SE REDUCEN

Otra gran tendencia que apunta la estructura financiera de las principales empresas no financieras cotizadas en la Bolsa española es la reducción del endeudamiento financiero en términos absolutos y relativos entre 2010 y 2016.

Tomando el conjunto homogéneo de compañías cotizadas que han permanecido en el IBEX 35 entre 2010 y 2016 el endeudamiento total del grupo (pasivos) respecto al tamaño total de su balance ha pasado del 72,42% en 2010 al 68,79% en 2015 y al 67,86% en 2016.

Y si adicionalmente comparamos las compañías no financieras que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que los componían en diciembre de 2015 los datos, aunque no homogéneos, confirman la tendencia: el endeudamiento total pasa de representar casi un 74% del balance en 2010 a algo menos de un 68%

La reducción del endeudamiento total de las compañías no financieras del IBEX 35 viene de la mano de los pasivos financieros, aquella financiación ajena que no está directamente relacionada con las operaciones comerciales de la compañía, la llamada financiación comercial.

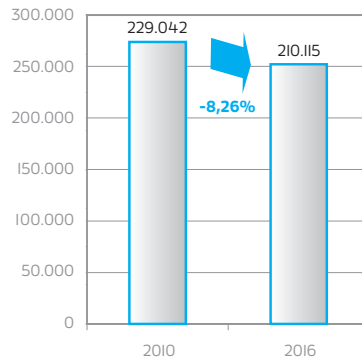
Los pasivos financieros del conjunto homogéneo de compañías que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2016 se han reducido un 8,26% pasando de los casi 230.000 millones a 210.000 millones. En términos relativos los pasivos financieros representaban en 2010 un 61,12% del total de pasivos y al cierre de 2016 representaban un 56,27%. En términos porcentuales, los resultados (61,70% y 55,33%) son muy similares si tomamos el conjunto no homogéneo de compañías no financieras del IBEX 35 en 2010 y en 2016.

Dentro de los pasivos financieros, la distinción entre pasivos financieros corrientes y no corrientes también nos da pistas sobre el significativo cambio experimentado por la financiación de las prin-

PASIVOS FINANCIEROS Empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*

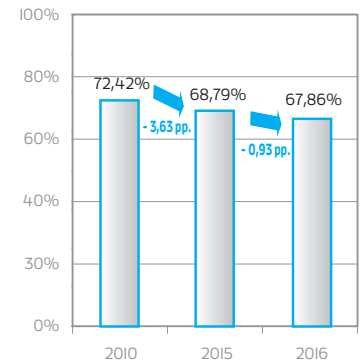


* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

Empresas no financieras del IBEX 35 % ENDEUDAMIENTO TOTAL (PASIVOS) SOBRE EL BALANCE TOTAL

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2016.

Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

cipales compañías cotizadas. Los pasivos financieros corrientes son deudas cuyo vencimiento es inferior al año a diferencia de los pasivos financieros no corrientes que agrupa las deudas con vencimientos superiores al año.

Ambos tipos de pasivos, corrientes y no corrientes, se reducen para el conjunto homogéneo de compañías que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2016: un 12,23% los pasivos no corrientes y un 7,98% los pasivos corrientes.

Esta tendencia de las grandes cotizadas españolas a reducir su apalancamiento encaja con las evidencias aportadas por los estudios internacionales sobre la estructura de los pasivos de las empresas que sugieren que las empresas menos apalancadas tienen mayor acceso a la financiación externa.

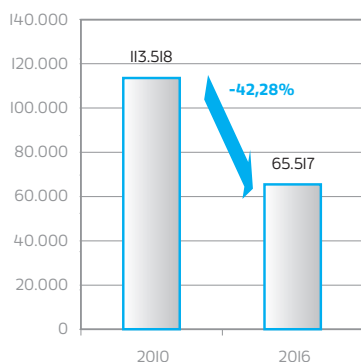
Los pasivos financieros del conjunto homogéneo de compañías que han permanecido en el IBEX 35 en 2010 y 2016 se han reducido un 8,26% pasando de los casi 230.000 millones a 210.000 millones. En términos relativos los pasivos financieros representaban en 2010 un 61,12% del total de pasivos y al cierre de 2016 representaban un 56,27%.

FINANCIACIÓN BANCARIA TOTAL

Deuda con entidades de crédito de empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*



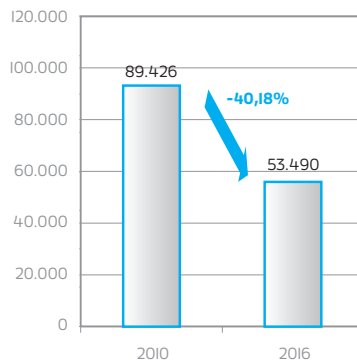
* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

FINANCIACIÓN BANCARIA A LARGO PLAZO

Deudas con entidades de crédito (Pasivo no corriente) en Empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*



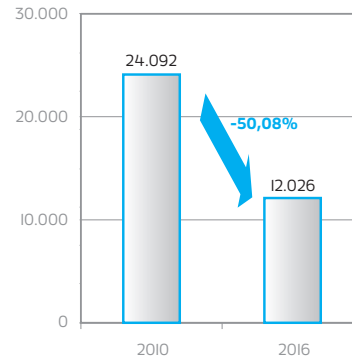
* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

FINANCIACIÓN BANCARIA A CORTO PLAZO

Deudas con entidades de crédito (Pasivo corriente) de empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

LA FINANCIACIÓN BANCARIA SE REDUCE MÁS DEL 42%

Dentro de los pasivos corrientes (a corto) y no corrientes (a largo) tiene un peso determinante la financiación bancaria, las deudas con entidades de crédito. Y es precisamente ese tipo de financiación la que ha sufrido la reducción más importante: para el conjunto homogéneo de compañías que pertenecen al IBEX 35 entre 2010 y 2016 la reducción de la financiación bancaria ha sido del 42,28%, pasando de 113.500 millones de euros a 65.500 millones. En el último año analizado 2016 la tendencia se agudiza y en un solo ejercicio la financiación bancaria se redujo un 6,26% pasando de casi 70.000 millones de euros a 65.000 millones.

La financiación bancaria a corto plazo (deudas con entidades de crédito pertenecientes a los pasivos financieros corrientes) es la que muestra una caída mayor, un 50,08%, al pasar de 24.000

millones de euros a 12.000 millones de 2010 a 2016. Mientras, la financiación bancaria a largo plazo (deudas con entidades de crédito pertenecientes a los pasivos financieros no corrientes) se redujo un 40,18% al pasar de casi 89.500 millones de euros a unos 53.500 millones en el mismo periodo.

En términos de estructura de balance la financiación bancaria total representaba el 49,56% de los pasivos financieros en 2010 y era sólo del 33,38% en 2015 y del 31,18% en 2016, casi 19 puntos porcentuales menos entre 2010 y 2016. Si tomamos el conjunto no homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo hacían en 2016, los resultados vuelven a ser muy similares: 54% de los pasivos financieros totales en 2010 y 33,59% en 2015.

AUMENTA LA FINANCIACIÓN MEDIANTE EMISIONES DE DEUDA UN 28,9%

La fuerte caída de la financiación bancaria de las compañías no financieras del IBEX 35 tiene como contrapeso un significativo aumento de la financiación en forma de emisiones de deuda corporativa a corto y a largo plazo (denominada como obligaciones y otros valores negociables en los cuadros y gráficos adjuntos a estas líneas). Este tipo de financiación gestionada a través de los mercados de capitales ha aumentado un 28,87% pasando de 90.800 millones de euros en 2010 a 117.000 millones en 2016 para el conjunto homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y lo siguen integrando en 2016. Esto significa que, para este grupo de sociedades, al cierre de 2016 la financiación en forma de emisiones de deuda ya superaba en más de 50.000 millones a la financiación bancaria: 117.000 millones frente a 65.500 millones,

cuando en 2010 esta última era superior en 20.000 millones a la primera (91.000 frente a 113.000 millones de euros debidos a los bancos).

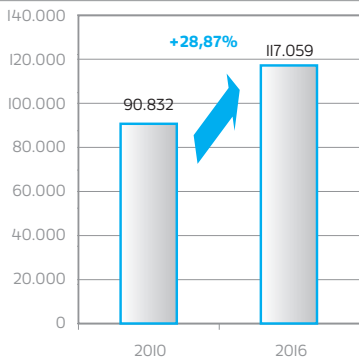
Distinguiendo por plazos, la deuda corporativa a largo plazo, encuadrada dentro de los pasivos financieros no corrientes, aumenta un 16,7% desde los casi 80.700 millones de euros en 2010 hasta los 94.164 millones en 2016, situándose esta cifra por encima de la financiación bancaria a largo plazo al cierre del mismo año (53.400 millones de euros). Por su parte, la deuda corporativa a corto plazo, encuadrada dentro de los pasivos financieros corrientes, crece un 125,68% desde los 10.100 millones de euros de 2010 a los 22.800 millones de euros de 2016. En este último año el crecimiento sigue siendo muy elevado, un 13,77%.

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) TOTAL

Obligaciones, bonos y otros valores Empresas no financieras del IBEX 35 (2010-2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*



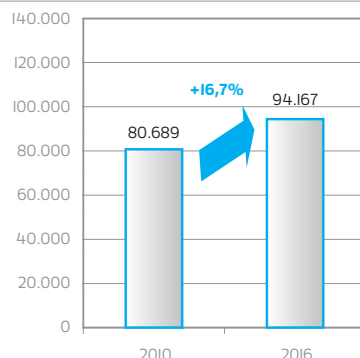
* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) A LARGO PLAZO

Obligaciones, bonos y otros valores de Pasivo no corriente de empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*



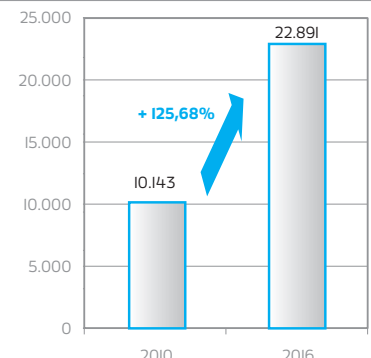
* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) A CORTO PLAZO

Obligaciones, bonos y otros valores de Pasivo corriente de empresas no financieras del IBEX 35 (2010 - 2016)

Millones de euros al cierre de 2010 - 2016

Fuente: Servicio de Estudios BME*

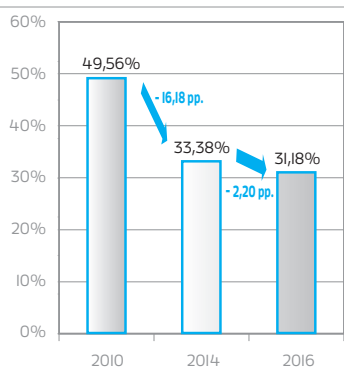


* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

Empresas no financieras del IBEX 35 % FINANCIACION BANCARIA SOBRE PASIVOS FINANCIEROS TOTALES

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2016.

Fuente: Servicio de Estudios BME*

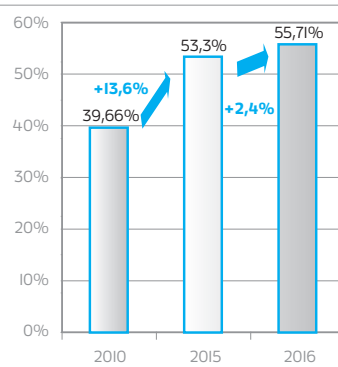


* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

Empresas no financieras del IBEX 35 % FINANCIACIÓN DE MERCADO (RENTA FIJA) SOBRE EL TOTAL DE PASIVOS FINANCIEROS

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2016.

Fuente: Servicio de Estudios BME*

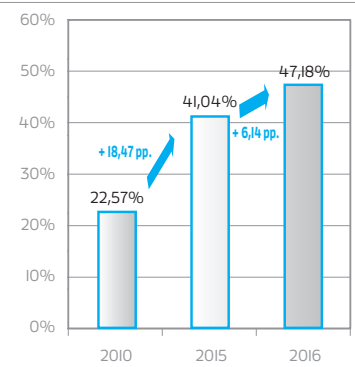


* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

Empresas no financieras del IBEX 35 % FINANCIACION DE MERCADO (RENTA FIJA) A CORTO PLAZO SOBRE PASIVOS FINANCIEROS CORRIENTES

Porcentajes (%) al cierre de 2010, 2015 y 2016.

Fuente: Servicio de Estudios BME*



* Calculado sobre un conjunto homogéneo de compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010, 2015 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

En términos de estructura de balance, la financiación de mercado mediante deuda corporativa representaba en 2010 el 39,66% del total de pasivos financieros y se sitúa ya en el 55,71% en 2016. Si tomamos el conjunto no homogéneo de compañías que formaban parte del IBEX 35 en 2010 y aquellas que lo hacían en 2016, los por-

centajes son del 35,3% y del 52,4% respectivamente.

Esta evolución de la financiación de las principales compañías españolas se ajusta a trabajos recientes que evidencian que la diversidad en las fuentes de financiación contribuye a incrementar su capacidad de resistencia y a hacer que sus inversiones sean menos

PASA A PÁGINA 9 >

ANEXO

Un apunte metodológico sobre la estructura financiera empresarial

La estructura de financiación de las empresas cuenta con un primer bloque que podemos considerar "financiación básica o recursos permanentes" conformada por el patrimonio neto y el pasivo no corriente. Es, en suma, la financiación propia más la financiación ajena a largo plazo.

La financiación propia o fondos propios son recursos financieros que no tiene la obligación de devolver. Han sido aportados por los accionistas (propietarios de la compañía) a través de las ampliaciones de capital o bien han sido generados por la empresa y han permanecido en ella (beneficios no distribuidos).

La financiación ajena a largo plazo es considerada también un recurso permanente y se denomina "pasivo no corriente". Son fondos que la empresa debe devolver a quienes se los prestaron (bancos a través de préstamos o inversores a través de títulos de renta fija) y el plazo en el que tienen que hacer efectiva la devolución es superior a un año.

Un segundo bloque de la estructura financiera de las empresas es la financiación a corto plazo, también denominada "pasivos corrientes". Son deudas con vencimiento inferior a un año y, por tanto, la empresa tiene obligación de devolverlas en un plazo inferior a doce meses.

Los pasivos financieros en la estructura financiera empresarial

Una parte importante del conjunto de la financiación ajena o pasivos, tanto a largo como a corto plazo, la conforman los pasivos financieros o deuda financiera de la compañía. Comprende las deudas con entidades de crédito, obligaciones y otros valores negociables emitidos por la sociedad, así como otros pasivos financieros. Su generación no está directamente relacionada con operaciones comerciales de la compañía. A continuación se realiza un breve repaso de los distintos epígrafes que integran los pasivos financieros o deuda financiera de una compañía.

A.- Deudas con entidades de crédito. Recoge las deudas contraídas con entidades de créditos por préstamos recibidos y otros débitos. También incluye las deudas por efectos descontados. Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Forman parte de los no corrientes cuando el plazo de vencimiento de las deudas supere a los doce meses y en caso contrario tienen la consideración de pasivos corrientes.

También incluye como pasivo corriente los intereses devengados y no pagados de las deudas con entidades bancarias, siempre que haya de hacerse efectivo dentro de los próximos doce meses.

B.- Obligaciones y otros valores negociables. Registra las deudas de la empresa instrumentadas a través de la emisión de obligaciones y bonos, incluidos los convertibles en acciones, así como en cualquier otra clase de valores representativos de deuda, siempre que sean objeto de negociación en los mercados y hayan sido ofrecidos al ahorro público. Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Cuando el vencimiento previsto de estos pasivos financieros representado en valores negociables tenga lugar dentro de los próximos doce meses son calificados como pasivos corrientes y en caso contrario tienen la consideración de pasivos no corrientes.

También forman parte del pasivo corriente los intereses explícitos, devengados y no pagados, de dichos valores siempre que hayan de hacerse efectivo dentro de los próximos doce meses.

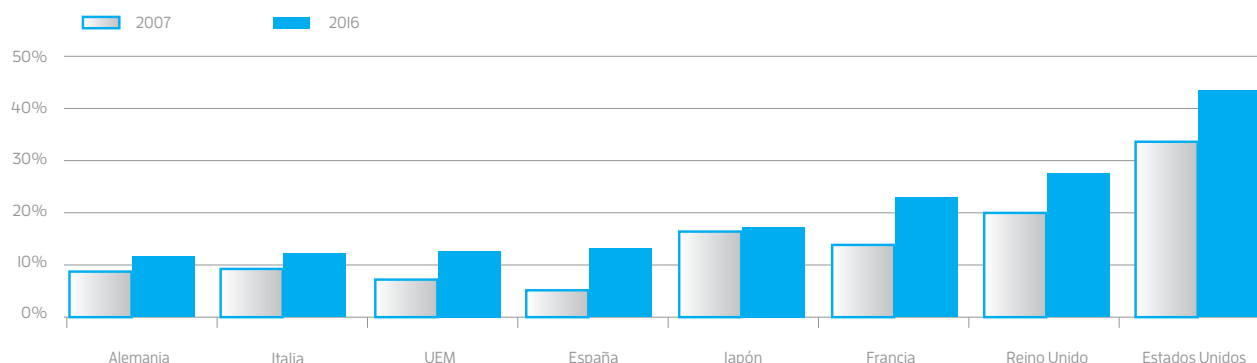
C.- Otros pasivos financieros. Recoge las restantes deudas financieras, entre ellas las deudas contraídas por préstamos recibidos de entidades no bancarias, las deudas contraídas con suministradores de bienes que formen parte del inmovilizado de la compañía, el importe de las operaciones con derivados financieros que supongan un pasivo (valoración desfavorable) para la empresa cualquiera que sea la finalidad perseguida en la contratación del instrumento así como los acreedores por arrendamiento financiero en aquellos casos que la compañía no los haya calificado como deuda bancaria. También se incluyen en este apartado las deudas contraídas que se hayan instrumentado a través de efectos de giro y las fianzas y depósitos recibidos así como las garantías financieras concedidas por la empresa.

Atendiendo al plazo de vencimiento se clasifican como pasivos no corrientes o corrientes. Cuando el vencimiento previsto de estos pasivos financieros tenga lugar dentro de los próximos doce meses son calificados como pasivos corrientes y en caso contrario tienen la consideración de pasivos no corrientes.

También forman parte del pasivo financiero corriente las deudas con accionistas por dividendos, ya sean definitivos o a cuenta de los beneficios del ejercicio, aprobados y pendientes de pagos. También en caso de que los pagos pendientes sean por reparto de reserva.

PESO DE LA RENTA FIJA SOBRE LA DEUDA

Total sociedades no financieras (a) (b)



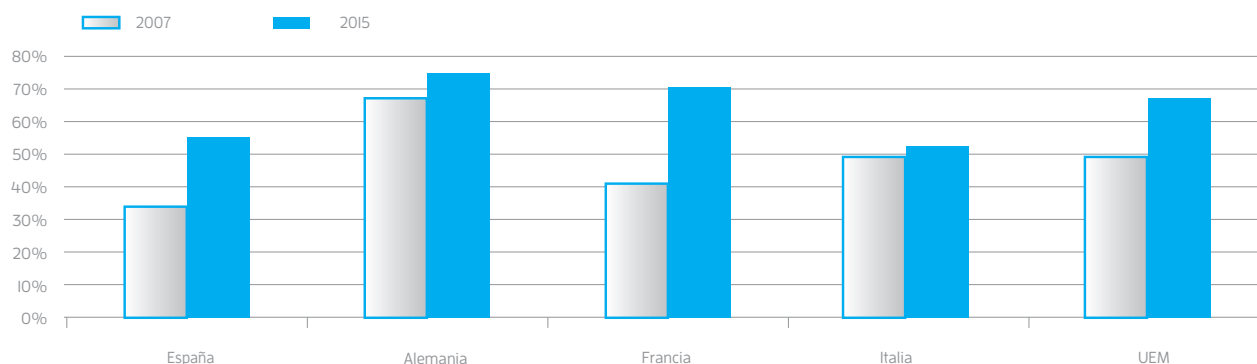
Fuente: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales (BIS), ERICA y Banco de España.

(a) La renta fija española incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes y no residentes a precio de mercado, que se suponen parte de los préstamos obtenidos por el sector. Las emisiones de filiales no residentes alemanas también son elevadas, pero no se puede ajustar el dato debido a la falta de información.

(b) La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos. Son datos del BIS, salvo para la UEM (Eurostat) y España (Banco de España).

PESO DE LA RENTA FIJA SOBRE LA DEUDA

Grupos cotizados (c) (d)



Fuente: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales (BIS), ERICA y Banco de España.

(c) La deuda incluye valores de renta fija y el total de los préstamos. Son datos de ERICA

(d) LUEM incluye Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.

> VIENE DE PÁGINA 7

sensibles a escenarios adversos. Según el Informe Anual del Banco de España, "durante los últimos años las empresas españolas han tendido a aumentar su financiación mediante la emisión de valores

de renta fija en mayor medida que las del resto de la UEM"⁴. Tradicionalmente el peso de las emisiones de Renta Fija en los pasivos de las empresas había sido más reducido que en el conjunto de la UEM.

ABRIR LA FINANCIACIÓN DE MERCADO A EMPRESAS DE MENOR DIMENSIÓN: MAB Y MARF.

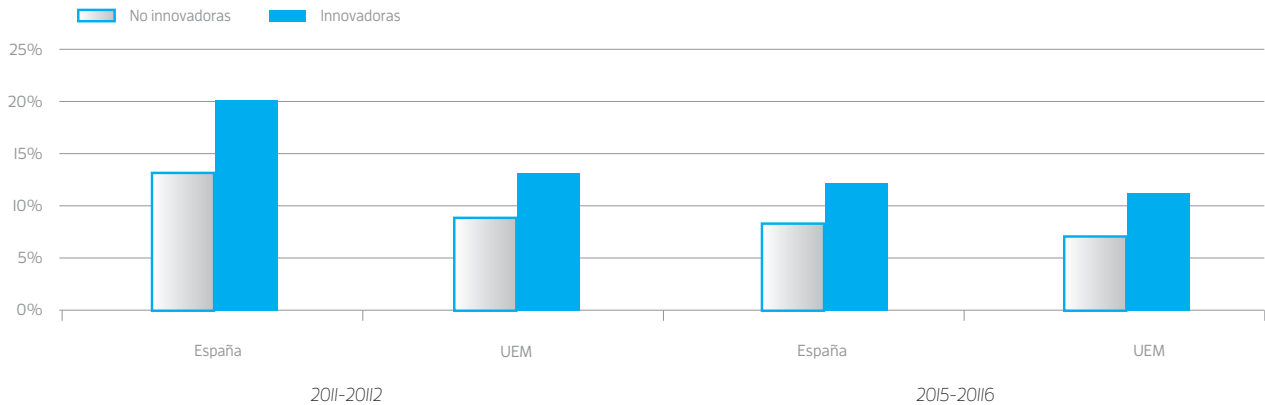
En el Informe Anual 2016 del Banco de España se pone de manifiesto que el proceso de desintermediación y diversificación de la financiación de las empresas españolas se concentra, fundamentalmente, en las grandes compañías⁵. Esto abre dos

grandes retos: conseguir que las compañías españolas aumenten de tamaño y abrir vías de financiación de mercado para las compañías de pequeño y mediano tamaño. En este último ámbito es especialmente relevante la evidencia aportada por el Banco

5. Banco de España (2017). Informe Anual 2016. Pag. 61.

PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RESTRICCIONES AL CRÉDITO. PRÉSTAMOS BANCARIOS

Innovadores VS Resto



de España acerca de las mayores dificultades para la financiación bancaria que encuentran las empresas innovadoras frente al resto de empresas, tanto en España como en la Unión Europea (ver gráfico correspondiente). A pesar de que las condiciones han mejorado ostensiblemente todavía persiste el gap entre ambos tipos de empresas, reflejando una necesidad clara: es obligado abrir vías de financiación de mercado para empresas y proyectos innovadores.

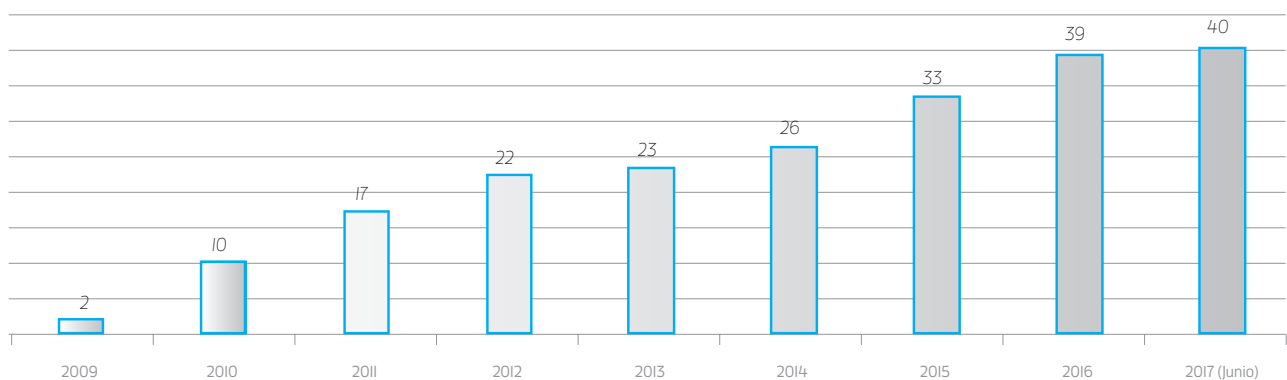
Si bien organismos y entidades tanto públicas como privadas están trabajando intensamente para diagnosticar los problemas de tamaño y financiación de las empresas españolas, es en el aparta-

do de apertura de vías de financiación de mercado para empresas de menor dimensión, donde tiene un papel determinante BME a través de dos iniciativas que ponen el foco en este grupo de sociedades: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

El MAB para acciones de Empresas en Expansión va consolidando 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 y se acerca ya a las 40 a mitad de 2017, tras cerrar un año 2016 record en volumen de fondos captados a través de am-

NÚMERO DE COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN al MAB para Empresas en Expansión (MAB - EE)

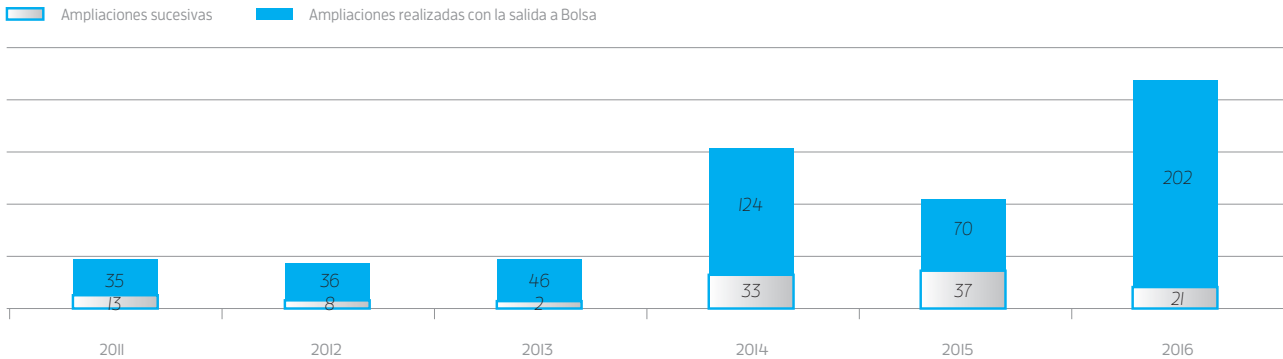
(2009 - Jun 2017). Datos al cierre de cada año. Fuente: BME



Desde el año 2011 hasta 2016 las empresas admitidas al MAB para Empresas en Expansión han obtenido financiación a través de ampliaciones de capital por valor de casi 630 millones de euros. 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.

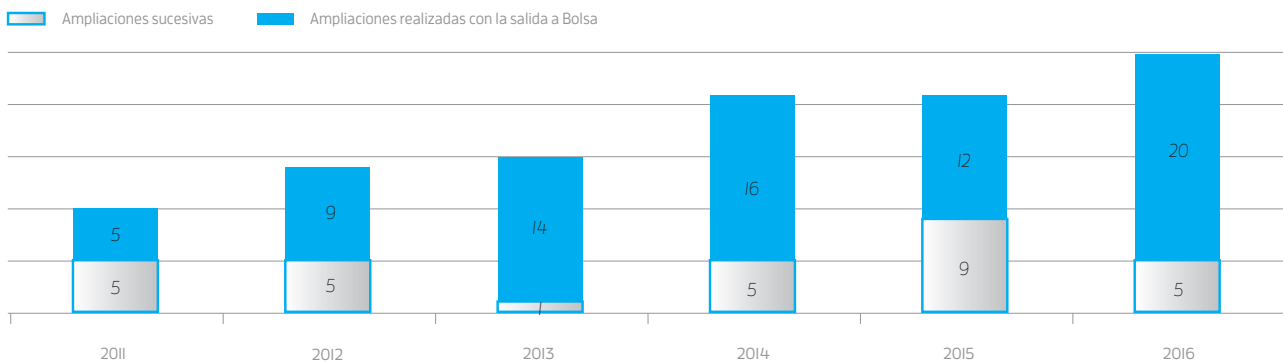
VOLUMEN EFECTIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

(2011 - 2016). Datos en millones de euros. Fuente: BME



NÚMERO DE AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN (MAB-EE)

(2011 - 2016). Fuente: Bolsas y Mercados Españoles



MÁS EMPRESAS ACCEDEN A LOS MERCADOS DE DEUDA CORPORATIVA

El creciente acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de Deuda corporativa no es un proceso exclusivo de las compañías incluidas en el IBEX 35 y se documenta bien en el artículo de Fuertes y Serena (2016) titulado "La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de bonos"⁶.

Como afirman los autores, "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"

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, las necesidades de desapalancamiento del sector han provocado un aumento de la financiación de las empresas vía mercados de capitales" de acuerdo con Fuertes y Serena (2016).

En los años 2007 y 2008 solo 8 y 4 empresas no financieras españolas fueron capaces de emitir en los mercados de bonos.

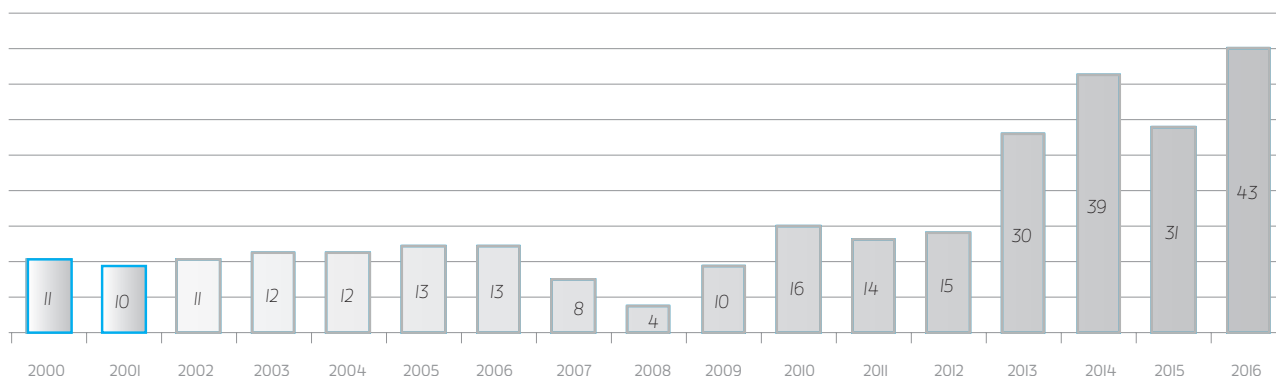
El creciente acceso de las empresas españolas no financieras a los mercados de Deuda corporativa no es un proceso exclusivo de las compañías incluidas en el IBEX 35.

6. Fuertes, A.; Serena, J.M. (2016) "La financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de Bonos. Bolsas y Mercados Españoles"

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 a 43, marcando así máximo histórico en el número de empresas no financieras que emitieron bonos.

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 23.037 millones de euros en 2016.

Nº DE EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS QUE HAN REALIZADO EMISIONES DE RENTA FIJA (2000 - 2016)



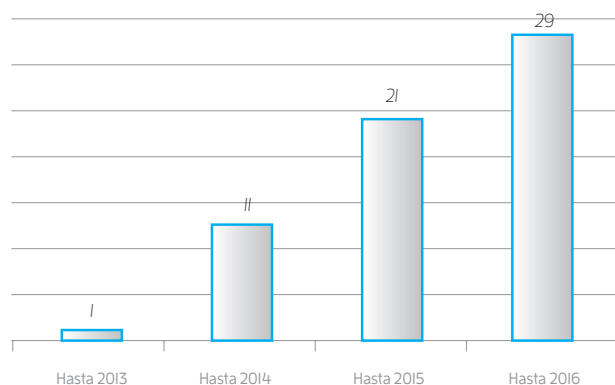
UN MERCADO DE RENTA FIJA PARA LAS EMPRESAS DE MENOR DIMENSIÓN

Además de los datos mencionados anteriormente para las cotizadas del IBEX 35, la Bolsa española también ha contribuido de forma importante a este fenómeno al ampliar las opciones de financiación en forma de emisiones de deuda para las empresas de menor dimensión con la puesta en marcha en 2013 del MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), una plataforma electrónica capaz de ofrecer transpa-

rencia y liquidez en los mercados de Renta Fija y garantizar 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.

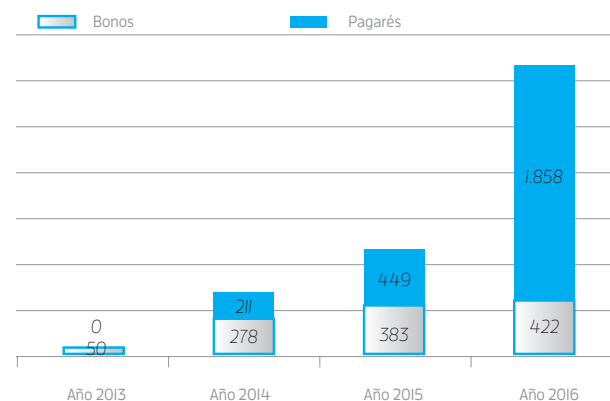
COMPAÑÍAS QUE SE HAN FINANCIADO EN EL MARF

(2013 - 2016). DESDE 2013 HASTA CIERRE DE CADA AÑO. Fuente: BME



EMISIONES Y ADMISIONES EN MARF

(2013 - 2016). DATOS EN MILLONES DE EUROS. Fuente: BME



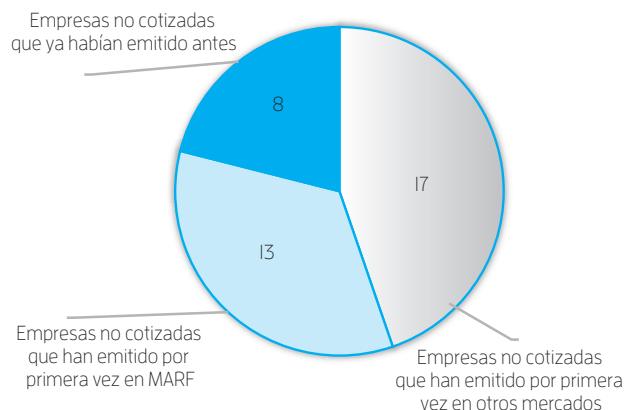
Con las incorporaciones de 2016 ya son un total de 29 las empresas que se han financiado en el Mercado Alternativo de Renta Fija operado por BME desde su nacimiento en 2013.

En todo el año 2016, el volumen de admisiones a cotización en el MARF fue de 2.280 millones de euros, cifra que representa un incremento del 174% sobre el año anterior y multiplica por 4,6 veces la correspondiente a 2014, primer año completo de funcionamiento del Mercado Alternativo de Renta Fija.

El importante papel que empieza a jugar el MARF como facilitador de financiación queda reflejado de nuevo en los datos aportados por el Banco de España en su Informe Anual: "...entre principios de 2014 y diciembre de 2016, 38 grupos de empresas españolas no cotizadas han emitido valores de renta fija, de los cuales 30 lo han hecho por primera vez, 13 de ellas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) ⁷.

38 EMPRESAS ESPAÑOLAS NO COTIZADAS HAN EMITIDO TÍTULOS DE RENTA FIJA ENTRE 2014 Y 2016

Fuente: Banco de España



CONCLUSIONES

Como reflejan numerosos estudios recientes, la desintermediación y diversificación de la financiación de las empresas no financieras españolas es un hecho contrastado en los últimos años. Esta tendencia es positiva para el tejido empresarial español porque reduce la vulnerabilidad financiera frente a diversas perturbaciones.

Si bien asistimos a fenómeno de carácter global, en España este proceso al de desintermediación de la financiación ha sido más intenso que en otros países de nuestro entorno por el elevado grado de bancarización de la economía y se ha centrado sobre todo en las compañías no financieras de mayor dimensión, especialmente en aquellas cotizadas en el mercado bursátil.

A través del análisis de la estructura de financiación de las empresas no financieras españolas que forman parte del principal índice de la Bolsa española, el IBEX 35, se confirma la profundidad de esta tendencia. La estructura de financiación muestra un aumento de los recursos propios, obtenidos a través de beneficios retenidos y ampliaciones de capital a través del mercado y una paralela reducción del endeudamiento. A su vez la estructura de este endeudamiento se ha diversificado con una fuerte reducción de la financiación bancaria acompañada de un peso creciente de la financiación de mercado en forma de emisiones de deuda corporativa.

La senda marcada por las empresas no financieras del IBEX 35 coincide en gran medida con los retos financieros del tejido empresarial español: la imperiosa necesidad de ganar tamaño, una reducción del endeudamiento que ya se ha producido de forma significativa y la diversificación de las fuentes de financiación con presencia en los mercados de capitales ⁸.

La senda marcada por las empresas no financieras del IBEX 35 coincide en gran medida con los retos financieros del tejido empresarial español: la imperiosa necesidad de ganar tamaño, una reducción del endeudamiento que ya se ha producido de forma significativa y la diversificación de las fuentes de financiación con presencia en los mercados de capitales.

7. Banco de España (2017). Informe Anual 2016. Pag. 80..

8. Requeijo, J. (dir.); Maudos, J. (subdir.); García Coto, D. (subdir.). (2014). Los retos de la financiación del sector empresarial. Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios. Madrid.

INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

- "La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión"**. Informe Anual Banco de España 2016. Mayo 2017. Págs 61 a 75.
- "Financiación no bancaria de la empresa española a través de los mercados de capitales"**. Domingo García y Javier Garrido. Revista Mediterráneo Económico Nº 29. Marzo 2017.
- "Financiación a través de los mercados de capitales, un paso adelante más"**. Domingo García y Javier Garrido. Revista Economistas Nº 151/152. Marzo 2017.
- "La relación entre endeudamiento y fiscalidad corporativa en las empresas cotizadas españolas"**. José A. Clemente-Almendros y Francisco Sogorb. Noviembre 2016. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "Las grandes cotizadas no financieras consolidan un cambio estructural en su financiación"**. Servicio de Estudios BME. Octubre 2016. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "La financiación de empresas no financieras españolas en los mercados de bonos"**. Alberto Fuertes y José María Serena. Octubre 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "La Bolsa española destaca en financiación canalizada a sus empresas a pesar de las incertidumbres"**. Julio 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "La empresa española ante el reto de financiar su futuro"**. Julio 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "El peso de la deuda de las empresas no financieras del IBEX 35 alcanza su nivel más bajo desde 2007"**. Abril 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España"**. Luis María Cazorla Prieto. Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid. Febrero 2016.
- "Los retos de la financiación del sector empresarial"**. Pdf. Varios autores. 2015. Papeles de la Fundación (FEF)
- "Ahorro, endeudamiento y nueva fiscalidad en 2015"**. Diciembre 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "Las Bolsas comprometidas con la financiación, el crecimiento y el empleo"**. Noviembre 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME.
- "Los mercados de valores protagonistas en el diseño del nuevo modelo productivo español"**. Octubre 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME
- "La financiación bancaria pierde peso en las grandes cotizadas españolas"**. Julio 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME
- "Ahorrar y aumentar el tamaño empresarial: prioridades en el proceso de desendeudamiento de la economía española"**. Junio 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME
- "La diversificación de fuentes de financiación fortalece a la compañía"**. Entrevista a Javier Martín, presidente de Tecnocom. Agosto 2014. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME
- "Liquidez y momento de emisión de deuda empresarial"**. Febrero 2015. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME
- "La reforma fiscal en materia de tributación del ahorro y del endeudamiento de las sociedades"**. Pdf. César García Novoa. Instituto de Estudios Fiscales. DOC. Nº 21/2014
- "La Bolsa y sus mecanismos de apoyo a la financiación de la economía"**. Informe Anual BME 2012. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME