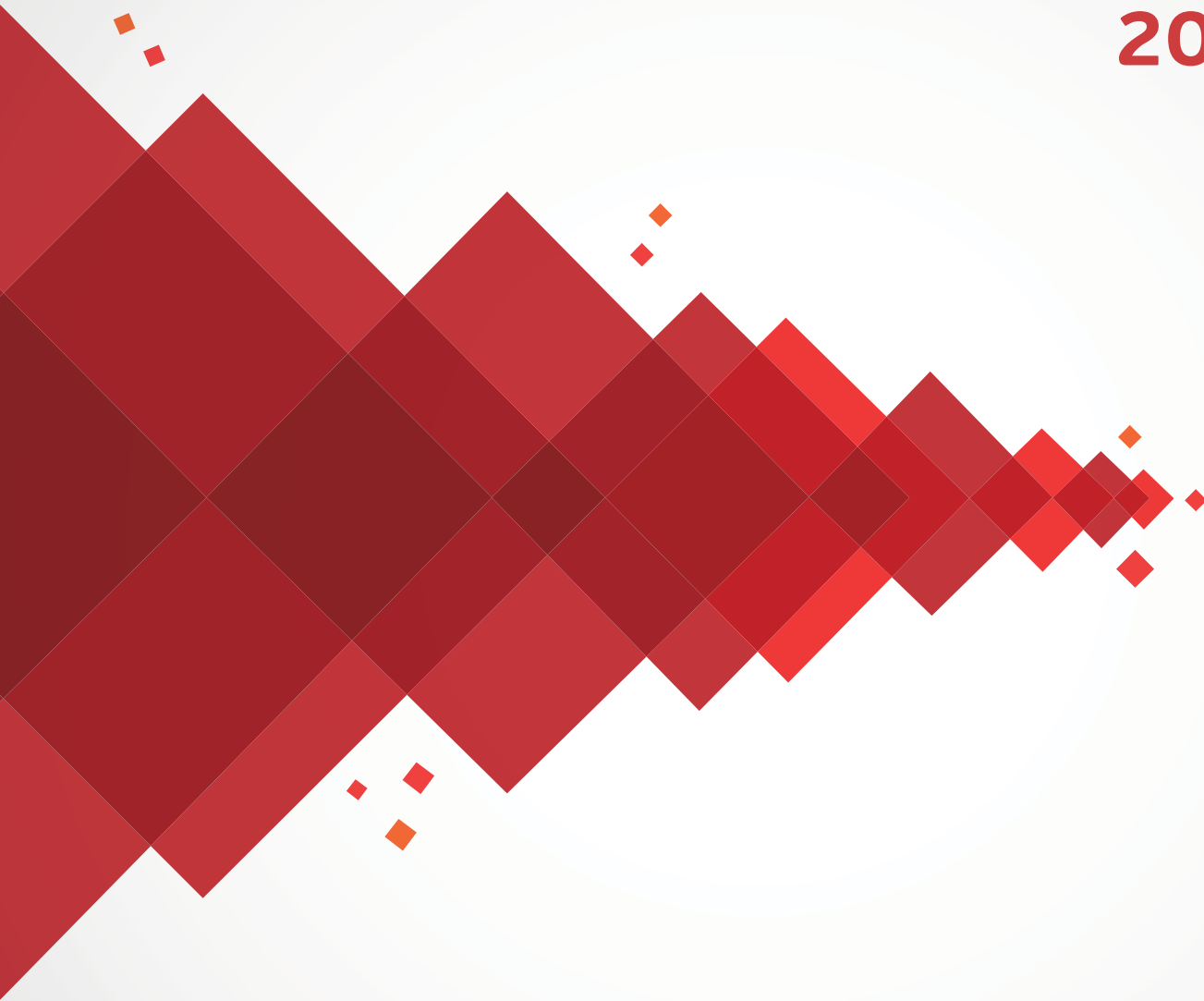


ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR **2016**



ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR **2016**





ÁLVARO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA

DIRECTOR DEL IEB

El pasado año el IEB, en colaboración con Axesor, elaboró un “Anuario sobre Renta Fija y Financiación Alternativa”; una muestra de la utilidad de dicho trabajo es la oportunidad que se me concede de volver a presentarlo.

Como afirmé en nuestra anterior carta presentación, nos trazamos el objetivo de elaborar todos los años este anuario para que sirviera de guía sobre cuáles son los nuevos modelos de financiación para las empresas. Es indudable que el ritmo trepidante de los mercados financieros obliga a continuar avanzando en información, propuestas y análisis en este campo, pues los cambios en productos, técnicas y necesidades son constantes.

El IEB no puede ser ajeno a esta realidad; pretendemos estar en vanguardia en la tarea formativa de nuestros estudios de Grado y Postgrado, en los programas de formación para directivos y las jornadas especializadas; pero también intentamos desarrollar una amplia labor investigadora publicando monografías y estudios e impulsamos la presencia constante de nuestros profesores en los medios de comunicación especializados.

Para el IEB sería un importante motivo de satisfacción que los destinatarios de este documento consideraran útil el estudio que ahora presentamos. Por otra parte, quiero manifestar mi más efusiva felicitación y agradecimiento hacia quienes han participado en la segunda edición de este proyecto.

ÍNDICE DE CONTENIDOS



8 ■ **CARTAS DE PRESENTACIÓN**

18 ■ **ESTUDIOS**

64 ■ **ARTÍCULOS**

88 ■ **ENTREVISTAS**

126 ■ **TABLAS DE INFORMACIÓN**

CARTAS DE PRESENTACIÓN



10 **EMMA NAVARRO**
PRESIDENTA DEL ICO

12 **PABLO COUSTEAU**
DIRECTOR DE PROGRAMAS ESPECIALIZADOS DEL IEB

14 **MIGUEL A. BERNAL ALONSO**
COORDINADOR DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

16 **ADOLFO ESTÉVEZ**
DIRECTOR DE AXESOR RATING

EMMA NAVARRO

PRESIDENTA DEL ICO

Quisiera felicitar al Instituto de Estudios Bursátiles por este ya su segundo anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa, que da continuidad a una iniciativa que contribuye de manera sustancial al mejor conocimiento y comprensión de las diferentes dinámicas y oportunidades que surgen en estos mercados y que desde el Instituto de Crédito Oficial (ICO) apreciamos especialmente. No en vano, la historia de los últimos veinte años de ICO está íntimamente ligada a los mercados de renta fija.

Ha sido precisamente el mantenimiento de un buen acceso a los mercados lo que ha proporcionado al Instituto los recursos necesarios para llevar a cabo –especialmente durante la fase más aguda de la crisis económica y financiera– un firme y decidido apoyo a la financiación de las pymes y emprendedores. De esta forma, ICO casi triplicó el tamaño de su balance en el período 2007-2012, pasando de 40.000 a 115.000 millones de euros, lo que se tradujo en ser responsables de financiar durante ese período casi un 12% del total del crédito a la pyme en España. Y son estos mismos mercados los que permiten actualmente al ICO apoyar la fase de recuperación de la economía española proporcionando los recursos necesarios, y en las mejores condiciones posibles, con los que fomentar el crecimiento, la inversión, la capitalización y la internacionalización de las empresas a través de su actividad crediticia y de capital riesgo.

En su actividad específica en los mercados de capitales, el Instituto ha tenido una intensa y variada presencia en ellos, siendo en muchos casos pionero, dentro del sector de emisores españoles, en el acceso a nuevos mercados, estructuras y divisas. Un total de más de 180.000 millones de euros emitidos en los mercados de renta fija desde el establecimiento del programa de emisión de euronotas, distribuidos en casi 800 operaciones con denominaciones en 15 divisas diferentes, hacen del ICO un jugador de referencia a escala internacional.

En los últimos años, derivado de las consecuencias de la severa crisis financiera que sufrieron las principales economías desarrolladas, estamos asistiendo a lo que seguramente es la mayor transformación de los diferentes mercados de capitales del último medio siglo. La creciente actividad reguladora, las políticas ultra expansivas de un gran número de bancos centrales que nos están llevando al territorio desconocido de tipos de interés negativos, los programas de compra de deuda de bancos centrales, etc., están cambiando la fisonomía del mercado y las relaciones entre los diferentes participantes: inversores, emisores, bancos aseguradores, reguladores, supervisores, agencias de calificación, etc.

Y como en toda época de profundos cambios, también surgen las oportunidades. Oportunidades como el desarrollo reciente del mercado de bonos temáticos. En los últimos años este campo se ha extendido más allá de los “bonos verdes” originales. En todos los casos, se trata de bonos en los que la liquidez obtenida con su venta es utilizada para financiar proyectos y actividades crediticias que cumplen ciertas características predeterminadas, como pueden ser la eficiencia energética o energías renovables, caso de los

“bonos verdes” o empleo, educación e infraestructura social para los “bonos sociales”, entre otras tipologías. En decir, recursos dedicados a actividades que contribuyan, gracias a sus externalidades, a un desarrollo económico más sostenible. Es un mercado relativamente incipiente, los primeros datan de 2006, siendo muy recientemente, a partir de 2013, donde muestran un desarrollo exponencial. Todavía estamos hablando de un mercado comparativamente pequeño, representa apenas un 1,15% del mercado total de bonos, pero con un prometedor futuro.

Por un lado, los inversores, aparte de la rentabilidad financiera, se aseguran que sus recursos son utilizados para proyectos que contribuyen a la sostenibilidad del desarrollo económico. Por otra parte, los emisores, a parte de acceder a esta nueva base inversora que necesita saber más sobre el uso dado a sus recursos financieros, ponen en valor frente a la comunidad inversora, y la sociedad en general, la contribución que su actividad crediticia aporta al desarrollo económico sostenible y equilibrado.

ICO está desempeñando un papel relevante precisamente en el desarrollo y expansión de los “bonos sociales”, con su primera incursión en este campo en enero de 2015 con el lanzamiento del mayor bono social emitido hasta la fecha, y el primero en España, por importe de 1.000 millones de euros para financiar el mantenimiento y la creación de empleo de las pymes españolas. Este año, en aras de dar continuidad a este mercado, ICO ha realizado una segunda emisión por importe de 500 millones de euros. La participación de ICO en este segmento del mercado se alinea perfectamente con sus valores y misión establecidos en sus estatutos. Desde esta perspectiva, ICO participa activamente en el marco de la asociación internacional de mercado de capitales (ICMA) en el establecimiento de unos principios y mejores prácticas internacionalmente aceptadas para las emisiones de bonos sociales en los mercados.

Precisamente, con la emisión de estos bonos el Instituto es capaz de dar mayor visibilidad al destacado papel que ha venido desarrollando en la financiación del tejido empresarial español y su internacionalización a través, fundamentalmente, de sus líneas de mediación. Líneas ICO que han aportado financiación a las pymes españolas por un importe superior a los 169.000 millones de euros desde su establecimiento en 1993. Recursos financieros puestos a disposición de las pymes españolas para cubrir en condiciones ventajosas sus necesidades financieras, y que sólo en 2015 alcanzaron a más de 165.000 proyectos empresariales.

En definitiva, mercados en profunda transformación en los últimos años que hacen especialmente necesaria y conveniente iniciativas como este anuario, donde analizar y reflexionar sobre ésta y otras muchas dinámicas que se están desarrollando en los mercados de renta fija y en la financiación alternativa de empresas. Iniciativa que, sin lugar a dudas, ayudará al público interesado a comprender un poco mejor sus claves, tendencias recientes y posible evolución futura.

PABLO COUSTEAU

DIRECTOR DE PROGRAMAS ESPECIALIZADOS DEL IEB

Como Director de Programas Especializados del IEB, es para mí una gran satisfacción presentar esta edición del Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa que, en colaboración con Axesor, se publica por segundo año consecutivo en España. El objetivo con el que nació se ha cumplido con creces, y actualmente es una referencia académica para todos los profesionales involucrados en estos mercados y para la comunidad financiera en general.

Tal y como preveíamos hace un año, los mercados de capitales en España han ido adquiriendo una importancia cada vez mayor en la financiación de las empresas. No sólo el nacimiento y desarrollo de los mercados MAB y MARF han contribuido a ello, sino también otras formas alternativas de financiación que se reflejan en las siguientes páginas a través de estudios, artículos y entrevistas de los más reputados profesionales del sector.

El anuario contiene dos estudios: el primero se centra en la situación actual y futura a corto y medio plazo de las titulizaciones; y el segundo trata sobre las alternativas de financiación de las empresas en Portugal, sus similitudes con el tejido empresarial español, los mercados de capitales allí existentes para las empresas de tamaño mediano y las posibilidades que esto supone para los inversores españoles.

Entre los temas tratados, en las diferentes secciones del anuario se destaca el papel primordial que el Instituto de Crédito Oficial (ICO) va a desempeñar en los próximos años en España, como dinamizador de los mercados de capitales, y lo determinante que puede ser, enriqueciendo y complementando el rol y las funciones de la banca privada, para lo cual es un orgullo haber contado con la opinión de la Presidenta del ICO, Emma Navarro.

Este año hemos querido resaltar todo lo relacionado con los mercados de capitales vinculados al riesgo del cambio climático y las consecuencias que el incumplimiento de los requisitos marcados en París supone para las empresas. Por ello, se abordan los *green bonds* (requisitos, principales características, volumen internacional de emisiones), como alternativa de financiación vinculada a los proyectos “verdes” de las empresas. La Directora General de la Oficina del Cambio Climático, Valvanera Ulargui, nos detalla en una entrevista la importancia del riesgo que supone el cambio climático para las empresas no sólo a la hora de fijación del rating, sino también de cara a su valoración.

En un entorno de tipos de interés cercanos a cero, nos ha parecido de suma importancia incorporar entrevistas centradas en la situación macroeconómica actual, y en ese sentido, prestigiosos analistas aportan su visión sobre lo que podría esperarnos a lo largo de los siguientes meses en cuanto a la política monetaria del BCE y su influencia en los mercados de capitales en general y en la renta fija en particular.

Otro tema que no podía faltar es el de las futuras consecuencias de las nuevas normas de Basilea y sobre la capacidad de financiación de los bancos a las empresas. Por otro lado, la actual situación de la banca en general (márgenes mucho más bajos, fuerte presión regulatoria, depósitos en el BCE a tipos de interés negativos, exigencias

de una mayor capitalización, etc.) redundan en un mayor coste para los bancos a la hora de conceder préstamos a las empresas y esta situación debe ser suplida por unos mercados de capitales eficientes, líquidos y transparentes.

A esto se añade la creciente competencia de las llamadas Fintech y Bigtech, de las que también se habla con profusión en el anuario, pues están arañando cuota de mercado en ciertos servicios bancarios, sin sufrir el corsé regulatorio de que la banca es víctima a día de hoy, obligando a las entidades financieras a realizar importantes inversiones en el terreno digital sin saber a cuáles serán los resultados a corto y medio plazo, pues están compitiendo en un terreno donde otros compiten por los mismos clientes, pero disfrutan de unas normas mucho más permisivas.

El abanico de entrevistas del Anuario es diverso, en unas se da voz a emisores, asesores y miembros del mercado, como N+1, así como a agencias de rating como Axesor; en otras se aborda la importancia del análisis sectorial como factor determinante en la fijación de los diferenciales de los bonos emitidos, así como la evolución que ha seguido el mercado MARF estos últimos doce meses, o los nuevos fondos dedicados al *direct lending* que compiten una vez más cara a cara con los bancos tradicionales. Y se ha otorgado un especial énfasis al perfil y las necesidades tanto de los inversores institucionales tradicionales, como de los *private equity*, *family offices*, etc.

Desde el IEB, hemos querido aportar nuestra visión sobre el llamado Buen Gobierno Corporativo, un aspecto clave para que los inversores acepten incorporar a las empresas en su portfolios de inversión. Son tres los conceptos que han aparecido para quedarse y que forman parte de la jerga habitualmente utilizada en los mercados de capitales: “Environmental”, “Social” y “Governance”, a cual más importante. Los equipos de inversión están incorporando profesionales especializados en estas materias que se analizan cada vez con más detalle en los procesos de inversión.

Este último año hemos incorporado nuevas materias en nuestros programas de formación, relacionadas con todas aquellas novedades de relevancia en los mercados de capitales en este nuevo entorno macroeconómico hasta ahora desconocido, y en ese sentido, hemos presentado estudios centrados en la sobrevaloración de la renta fija, o algunas jornadas centradas en los bonos de alto riesgo (*High Yield Bonds*), por ejemplo.

También hemos potenciado nuestra actividad formativa en todo lo relacionado con las finanzas para la sostenibilidad y el cambio climático, profundizando en el papel de los fondos financiadores creados *ad hoc* para lograr un desarrollo más sostenible a largo plazo, especialmente en los países en vías de desarrollo, así como el papel de las entidades multilaterales como herramienta de financiación de proyectos “verdes”.

El IEB sigue apoyando a través de sus estudios de investigación, programas formativos y jornadas todas aquellas iniciativas que redunden en un mayor desarrollo de los mercados de capitales, lo que permitirá a las empresas una menor dependencia de la financiación bancaria, más libertad para elegir la alternativa óptima de financiación y una mayor garantía de que el crecimiento de la empresa y sus necesidades de apalancamiento están aseguradas.

Finalmente, agradecer a Axesor el apoyo y los medios prestados para que este apasionante proyecto haya podido ver la luz, así como a las Empresas, Bancos e Instituciones que han colaborado en esta segunda edición del anuario.

MIGUEL A. BERNAL ALONSO

COORDINADOR DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

Por segundo año consecutivo volvemos con nuestro Anuario sobre financiación, renta fija y riesgos, patrocinado por Axesor. Dar una vez más las gracias a la empresa de rating española por la confianza depositada en el Instituto de Estudios Bursátiles. Decirles que todos los que hemos elaborado este anuario anhelamos les resulte de sumo interés. Deseamos les pueda servir de ayuda y por supuesto consulten el Anuario una y otra vez.

El año pasado estábamos todavía inmersos en las graves consecuencias de la crisis. Recordarán que el estallido de la burbuja crediticia había anulado prácticamente la fuente tradicional de financiación para el sector privado. Nuestras empresas y nuestras familias que tradicionalmente accedían a la financiación a través de los préstamos bancarios, se encontraron con una banca a muy bajo nivel de actividad en materia de préstamos. En otras palabras, que era bastante complicado conseguir financiación, pues la banca era reacia a concederla. Pero no solo fueron las pymes y familias quienes tuvieron problemas en este tema, sino incluso las grandes empresas, aquellas denominadas “del Ibex”, las que comprobaron en sus propias carnes las dificultades para realizar emisiones de pagarés, bonos u obligaciones. Costaba que los inversores suscribieran las emisiones, además las empresas debían ofrecer unos tipos muy altos, especialmente si lo comparamos con los diferenciales por crédito que antes de la crisis el mercado cotizaba.

Desde que publicamos el primer anuario, las cosas han cambiado a mejor. Hoy la banca, en mi opinión todavía a medio gas, comienza a abrir el grifo del crédito y tanto familias como empresas disfrutan de una mayor disposición por parte de los bancos a la hora de atender las peticiones o solicitudes de crédito. Ciertamente no hay la alegría que había previamente a la crisis, pero es que esa alegría no puede volverse a producir. La alegría en conceder préstamos traducidos en un crecimiento exponencial del saldo vivo de préstamos; la falta de rigor en algunos casos a la hora de evaluar el riesgo; los bajísimos diferenciales ofrecidos nos llevaron a aquel estallido de la burbuja montada y, de la cual, hoy todavía se notan algunas secuelas.

Sin embargo, el distanciamiento de la crisis y especialmente la política monetaria no ortodoxa del BCE parecen haber dado una nueva vida a la financiación en el área euro. Como decía, la banca está más dinámica en la concesión de préstamos, pero especialmente los mercados financieros parecen revivir. El MARF registra cada vez más un ritmo mayor, tanto de empresas como de inversores, lo que parece confirmar nuestros buenos augurios sobre este mercado. También relevante, el interés creciente que despierta todo lo relacionado con el *shadow banking*. Incluso lo que hasta poco era desechado rápidamente, como son los bonos *high yield*, hoy sufren un inusitado interés.

De todo ello, y si me permiten, me gustaría sacar una conclusión y que sirva de enseñanza. Nuestras empresas, así como los inversores tenían que haberse dado cuenta que la diversificación es básica tanto

para financiar una empresa, como para constituir una cartera. Era y seguirá siendo un error garrafal, no diversificar las fuentes de financiación, más allá del canal bancario; al igual que es un error tremendo descartar la inversión en *high yield*, por parte de los inversores. Precisamente los inversores han acrecentado el interés por la inversión en bonos de emisores que hasta el momento eran desdeñados de las carteras por tener rating inferiores al *investment grade*. Cuando hoy vemos las carteras que se ofrecen a inversores descubrimos con grata sorpresa la inversión en carteras de *high yield*.

Por cierto, que sería un error pensar que es esta una tendencia pasajera y que volveremos, especialmente en Europa y en España, a una monopolización por parte del canal bancario de la financiación. El endurecimiento del marco regulatorio bancario, la concentración de las entidades, la necesidad de las propias empresas por diversificar sus fuentes de financiación, el interés de los inversores por estos activos no es una moda pasajera, es fruto del estallido de la burbuja de crédito. Se decía que después de la reciente crisis nada volvería a ser igual. Desde luego esta frase es totalmente aplicable precisamente a la financiación.

Como les decía al principio, espero que este anuario les sea de gran utilidad y lo incorporen a sus libros de referencia, acompañado del pasado anuario. También mis mejores deseos para esos mercados de financiación que aún habiendo mejorado, todavía presentan secuelas de la reciente crisis.

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE AXESOR RATING

Desde Axesor estamos encantados de continuar colaborando junto con el IEB en esta segunda edición del Anuario sobre Renta Fija y Financiación Alternativa. En la etapa actual de auge de los mercados de capitales en España, confiamos en que este material continúe siendo una referencia.

Como todos sabemos, el desarrollo de los mercados de capitales, aunque mucho más activo en los últimos años, sigue siendo una asignatura pendiente de la economía española, existiendo hasta tiempos recientes, escasas referencias de empresas que hayan tomado la acertada decisión de diversificar sus fuentes de financiación.

De acuerdo con los datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME), el saldo en circulación en el mercado de renta fija español ascendía al cierre de 2015 a 534.118 millones de euros, de los que más de la mitad corresponden a emisiones de cédulas. Son importes considerables que ponen en evidencia que la vía de la renta fija ya está abierta. Pero también es cierto que este mercado ha sido hasta la fecha coto de entidades financieras, aseguradoras y grandes empresas, dejando fuera a la inmensa mayoría del tejido empresarial español.

Con el objetivo de atraer al *middle market*, a finales de 2013 nació el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que representa la evidencia de que la industria de capitales también puede funcionar en una economía con un tejido empresarial tan tradicionalmente bancarizado como es el español. Después de algo más de dos años y medio de vida, 9 empresas ya han inscrito en él programas de pagarés y ya se han registrado 15 emisiones de bonos, evidenciando un claro interés por las empresas de mediana dimensión a diversificar sus fuentes de financiación.

Vemos muy positivo que, en general, aquellas empresas que ya tomaron la decisión de emitir, prácticamente ninguna se arrepiente de haber dado este paso, recordando su primera emisión como el inicio hacia un nuevo modelo de financiación, que sin duda dotará a la sociedad de mayor estabilidad bajo cualquier escenario económico. De hecho, como hemos visto recientemente, varias de estas compañías, ya son emisores en serie, habiendo realizado emisiones adicionales e incluso iniciado programas para financiar sus necesidades a corto plazo mediante el lanzamiento de programas de pagarés, para acceder a inversores que ante escasas alternativas, están más que dispuestos a costear las necesidades de financiación a corto plazo de firmas solventes.

El año 2016 está siendo muy disperso, empezando el primer trimestre con una sequía que ya veníamos acusando a finales del 2015, por razones sobradamente conocidas por los profesionales del sector (inestabilidad del mercado de las *commodities*, incertidumbre política, el 'Brexit', el aterrizaje económico de China...). Sin embargo, el reciente anuncio del Banco Central Europeo sobre la inclusión de deuda corporativa con rango de inversión entre los activos elegibles para descuento nos lleva a pensar que éste puede ser un año que vaya de menos a más (lo contrario del ejercicio anterior). Desde Axesor seguimos detectando un gran interés por empresas del *middle market* para explorar vías de financiación alternativa, además de un creciente interés en el

mercado de capitales como herramienta para refinanciar proyectos, con especial hincapié en el sector de las renovables, que se acumulan en los balances de los bancos, no solo por el potencial ahorro en costes, sino por la mayor flexibilidad que aporta este mercado (posibilidad de *"recap"*, aumentar plazo, tipos fijos).

Nos anima que las empresas que se nos acercan, tienen muy claro las ventajas de diversificar sus fuentes de financiación, aunque entre ellas también se incluyen algunas que al estar en un periodo de "transición" por diversas razones, como que estén saliendo de un periodo de reestructuración o iniciando un proceso de internacionalización cuyos beneficios todavía no han pasado por la cuenta de resultados, no estén en posición de emitir deuda en la actualidad. Opinamos, que muchas de estas empresas, de ejecutar exitosamente sus planes de negocio, estarán listas para acudir al mercado a partir del año que viene, si no deciden en el ínterin trabajar con algún fondo de *direct lending*, los cuales empiezan a tener ya una posición relevante en el mercado.

No obstante, las expectativas del mercado de capitales se ven condicionadas por las agresivas ofertas que persisten por parte de los bancos, que siguen tentando a empresas que se estaban planteando emitir deuda con unas ofertas sorprendentemente agresivas. Ante esta disyuntiva, las compañías deben ponderar el atractivo de un precio bajo de financiación y su sostenibilidad en el tiempo (sin obviar los restrictivos *covenants* que suelen ir vinculados a estas ofertas) frente a las ventajas de tener una deuda bien diversificada que les haga más resistentes a los potenciales escenarios económicos y políticos adversos que puedan afectar las tradicionales fuentes de financiación. Por otra parte, el mercado de *high yield*, aunque también ha estado muy castigado, por la excesiva volatilidad de los mercados durante el primer trimestre, que provocó en pocas semanas oscilaciones de más de 100 puntos en los *spreads* de dichos bonos, suele ofrecer a lo largo del año varias "ventanas de oportunidad", como la actual en la que las empresas puedan lanzar programas de financiación a largo plazo.

Actualmente vemos que el nerviosismo ha remitido, dando un impulso al mercado donde los inversores comienzan a salir de sus refugios y empiezan a buscar activos con mayor rentabilidad. En este sentido, el nuevo programa de compras del BCE también traerá réditos al segmento *high yield*. La autoridad monetaria europea invertirá mensualmente 80.000 millones de euros en activos de deuda (20.000 millones más que hasta ahora), no solo pública, sino también corporativa que cuente con grado de inversión. Esto sin duda deprimirá aún más los intereses que paga la deuda de máxima calidad, obligando a los gestores de fondos a rotar sus carteras en busca de activos *"crossover"*, que proporcionen rendimientos dentro de una relación adecuada de rentabilidad/ riesgo. Es decir, surgen nuevas oportunidades para el *high yield*, también para los emisores, ya que el soporte que proporcionará el desembarco de inversores institucionales abaratará los costes de financiación.

Concluyendo, somos cautelosamente optimistas con la evolución de las emisiones en los mercados de capitales durante el resto del 2016 y también de cara a 2017.

Nos despedimos hasta el anuario del año que viene, que sin duda nos traerá más alegrías y casos de éxito, en el desarrollo de unos mercados que pensamos son de gran importancia para ayudar a las empresas españolas a triunfar aún más en su posición competitiva a escala global.

ESTUDIOS

axesor
rating



20 **LAS MODALIDADES DE FINANCIACIÓN MEDIANTE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y *PROJECT BONDS***

MIGUEL LAFONT

DIRECTOR EN EL DEPARTAMENTO DE ORIGINACIÓN DE DEUDA /
MERCADOS DE CAPITAL DE CAIXABANK
PROFESOR DEL IEB

38 **MARF: ¿UNA OPORTUNIDAD DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA PARA LAS PYMES PORTUGUESAS?**

ANDREIA LOPES

AUDITORA
PROFESORA DEL IEB

CARLA COSTA

ESPECIALISTA EN RECUPERACIÓN Y DESINVERSIÓN DE ACTIVOS
EN ABANCA CORPORACIÓN BANCARIA SA
PROFESORA DEL IEB

LAS MODALIDADES DE FINANCIACIÓN MEDIANTE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y *PROJECT BONDS*

Miguel Lafont

Director en el departamento de Originación de deuda / Mercados de Capital de CaixaBank

Profesor del IEB



Miguel Lafont, CFA, trabaja como Director en el departamento de Originación de deuda / Mercados de Capital de CaixaBank desde 2010. Previamente había trabajado en Société Générale en Originación para entidades financieras, en el departamento de Asset Finance and Structuring de Credit Suisse First Boston cubriendo el Sur de Europa, Trading de Crédito y Estructuración en Banco Santander y en JP Morgan en varias posiciones de Trading de Tesoros y Derivados de Tipos de Interés

y en la gestión de la Cartera de Crédito del banco. Miguel tiene una extensa experiencia en originación y estructuración de titulizaciones, para las clases de RMBS, Pymes, Préstamos al Consumo y Automóvil, CLOs y Crédito Estructurado. Miguel es Ingeniero Industrial por el ICAI (Universidad Pontificia Comillas), MSc en Manufacturing and Management por la Universidad de Birmingham (Reino Unido), CFA desde 1999, registrado con el SFA en dos ocasiones y ha pertenecido a las Sociedades de Inversión del CFA de Reino Unido y España.

Contenidos

1. Introducción	22
2. La titulización: introducción y presente	22
3. La regulación sobre la titulización: pasado y futuro	26
4. La titulización: actividad y tendencias recientes	27
5. Los <i>project bonds</i>: situación actual	32
6. La iniciativa europea Project Bond 2020	33
7. Los <i>project bonds</i>: actividad reciente en España	35
8. Conclusión	36

1. Introducción

Los mercados de renta fija y de crédito se han beneficiado desde 2013 de fuertes estrechamientos en los tipos de interés y también en los diferenciales gracias a las políticas expansivas de los bancos centrales –recordar las palabras de Mario Draghi presidente del Banco Central Europeo (BCE) que “hará lo que sea necesario y será suficiente”–. Los estímulos anunciados se materializaron en una serie de programas de compra de activos, similares a los *Quantitative Easing* de la Fed, que tenía como objeto estimular la economía y conseguir que la inflación volviese a alcanzar el objetivo a largo plazo del 2%.

El resultado de estos programas de compras se ha notado primeramente, en los tipos de los activos objetivos de programa, pero también en el crédito, especialmente en los sectores más representativos, líquidos y extendidos: tras los soberanos, el buen comportamiento se ha extendido a los bonos corporativos y financieros senior de grado de inversión, dada su dependencia de los tipos de interés, su mayor liquidez y facilidad de análisis.

El crédito más estructurado también se ha beneficiado en general de los estrechamientos, por la búsqueda de los inversores de sectores que ofrezcan una mayor rentabilidad. Dada la mayor complejidad de estos productos y tras la negativas experiencias vividas (crisis *subprime*, crisis de financieros con Lehman, crisis de soberanos), se impone la necesidad de realizar un análisis más profundo. No basta con confiar en los informes de las agencias, sino que deben revisarse la estructura y las condiciones, con los inversores volviendo a exigir primas de emisión por liquidez, estructura y complejidad.

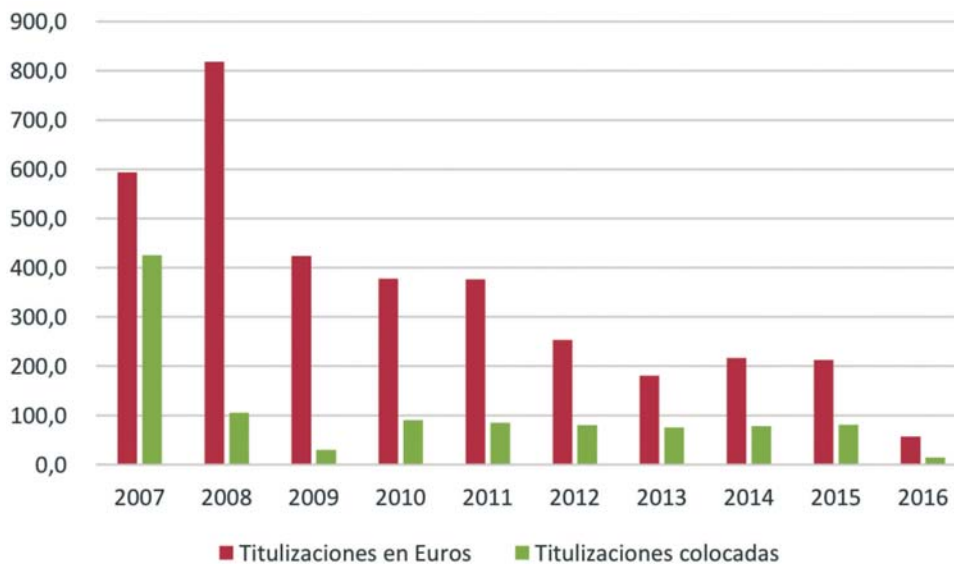
En este artículo analizamos los últimos desarrollos y tendencias en el crédito estructurado, y más concretamente respecto a la titulización y su continuidad tras las lecciones aprendidas con las crisis vividas desde 2007 y también sobre los *project bonds*, evaluando las iniciativas establecidas, las últimas operaciones y desarrollos en los últimos años.

2. La titulización: introducción y presente

La titulización denominada en euros colocada entre inversores creció consistentemente desde finales de los noventa hasta el comienzo de la crisis *subprime* de 2007. Tras esta sacudida, que afectó a todos los ABS en general y por el efecto de la crisis de la banca (comenzada por Lehman en 2008), las entidades se encontraron con la necesidad de refinanciar el pasivo necesario para mantener sus carteras, con un mercado de capitales más estrecho y abierto selectivamente. Esto obligó a la banca a utilizar la titulización de forma distinta: ya no se buscaba colocar las notas entre los inversores al precio más ventajoso, sino obtener liquidez de las titulizaciones, originando las operaciones con objeto de ser retenidas y usarlas como colateral para descontar en el banco central. Con un mercado roto, como se ve en los elevados diferenciales exigidos por las notas de titulizaciones, incluso con la calificación más elevada, y la desapa-

rición de un importante número de inversores, la recuperación del mercado de titulización para colocar entre inversores, está siendo lenta, difícil y desigual por sector y jurisdicción, e incluso dependiendo del momento, dado el nerviosismo del mercado.

■ **Gráfico 1. Titulización europea: Emisión total y colocada entre inversores en los últimos años (miles de millones de euros)**



Fuente: AFME, Bloomberg

Desde 2012 el BCE trató de reactivar el mercado de titulizaciones con un programa de compras específico, el ABSPP (*Asset Backed Securities Purchasing Program*), que coincidió en el tiempo con un tercer programa de compras de *covered bonds* (CBPP3) y un nuevo programa de compra de tesoros del sector público (PSPP).

El volumen de compras del ABSPP ha sido mucho menor que el de los otros programas de Tesoros y *covered bond*: Los últimos datos dan 19.000 millones de euros de compras bajo el ABSPP frente a los 170.000 millones de euros del CBPP3 y los 725.000 millones del PSPP en abril 2016. El programa ABSPP ha sufrido de una caída de los volúmenes de emisión, por un lado, y de la competencia con las operaciones retenidas, que tienen la ventaja de no tener que pagar precios de mercado y proporcionar liquidez a tipos atractivos. Pero además el programa ABSPP ha afectado la participación y la capacidad de negociación de los inversores naturales en tramos *senior* de las titulizaciones, que son los tramos en los que hay una mayor demanda y son más fáciles de colocar, dada su mayor seguridad y protección frente a las pérdidas. Mientras tanto, los tramos *mezzanine* o medios, necesarios para poder completar la colocación de toda la estructura del pasivo, disponen de una base inversora más reducida y cauta y además no han sido objeto de ningún tipo de ayuda por parte del BCE.

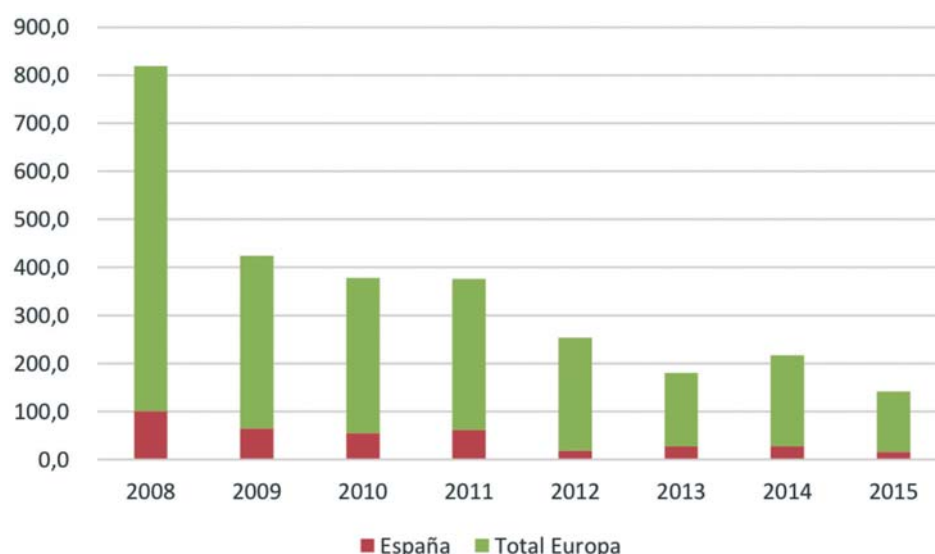
Un porcentaje muy elevado de las compras del BCE en el programa ABSPP se han realizado a través del secundario (un 70%) con las compras en el primario representando sólo un 30%. El efecto de este enfoque de las compras es que efectivamente se favorece más a los inversores existentes, ofreciéndoles una salida a su inversión. Estos inversores han sido empujados fuera del mercado de ABS, dada la reducción de posiciones, por un lado y la dificultad de compensarlo con nuevas compras de titulizaciones. Los originadores también se han beneficiado del apoyo de un gran inversor final con un balance muy grande, como es el BCE, aunque en menor proporción.

Las titulizaciones retenidas han seguido sirviendo para proporcionar liquidez, pero el estancamiento o el menor crecimiento de los balances bancarios y la elevada liquidez que el BCE proporciona por otras vías (como el segundo programa de financiación TLTRO-2 para bancos) hace que su papel sea secundario y complementario.

Los elevados diferenciales exigidos a los tramos *senior* de titulizaciones de jurisdicciones periféricas, siguen siendo muy elevados a pesar del estrechamiento vivido desde el comienzo de la crisis. El elevado coste correspondiente a colocar una parte importante de la estructura de capital hace que la mayoría de los cedentes periféricos sigan reteniendo las operaciones, al no ser económico el colocarlas.

En España, históricamente el sector de titulización más activo ha sido el hipotecario residencial, que sirvió para financiar el fuerte crecimiento del sector inmobiliario y contribuyó a inflar la burbuja residencial que estalló en 2008. La actividad aumentó de la mano del desarrollo legislativo y regulatorio desde 1998 hasta alcanzar un máximo de emisiones colocadas entre inversores en 2007. Desde entonces han predominado las colocaciones retenidas por los bancos originadores para ser utilizadas como *repo* o descuento con el banco central para conseguir liquidez.

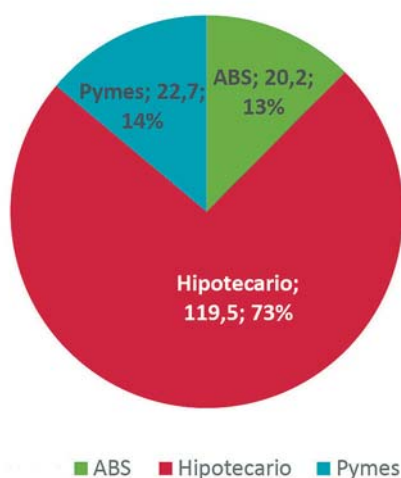
■ **Gráfico 2. Evolución de la emisión de titulizaciones en Europa y España**
(miles de millones de euros)



Fuente: AFME, Bloomberg

Según datos de la Asociación Hipotecaria Española, en el último año el crédito hipotecario gestionado ha disminuido en unos 25.000 millones de euros a 685.000 millones de euros a datos de marzo 2016. Al mismo tiempo el saldo de los activos hipotecarios titulizados fuera de balance ha aumentado en 3.600 millones a 10.250 millones, lo que apunta a un aumento, aunque sea tímido, de la titulización para gestionar los riesgos de la cartera.

■ **Gráfico 3. Titulizaciones en España: Nominal restante por tipo de colateral**
miles de millones de euros y porcentaje



Fuente: AFME, Bloomberg

En 2016 hemos tenido en España una titulización hipotecaria colocada entre inversores institucionales originada por Unión de Créditos Inmobiliarios SA (UCI) que no tiene calificación. La transacción se ha nombrado RMBS Prado II que contiene hipotecas residenciales por un total de 540 millones de euros, de los cuales el 18% son préstamos puente concedidos a particulares que todavía no han vendido su casa, pero se les concedió el préstamo para la compra de la nueva vivienda.

El tramo más *senior* tiene una calificación AA+ por Standard and Poor's y AAA por DBRS, por un nominal de 421 millones de euros, lo que significa una mejora de crédito del 22%, y una vida media entre 3,6 y 4,06 años. Como aspecto novedoso, el cupón que paga el tramo *senior* es de euribor más 90 pbs hasta la fecha de incremento de la clase A que es de cinco años. En caso de no amortizarse en esa fecha, el diferencial pasaría a ser el doble, 180 pbs, con lo que el originador está muy motivado para amortizar la titulización en esa fecha.

Por otro lado, en este año también siguen muy activas la titulizaciones hipotecarias retenidas por el cedente, sin ser colocadas entre inversores, con objeto de ser descontadas en formato de préstamo con el

BCE. Tal es el caso CaixaBank RMBS 1, Fondo de Titulización, por un total de 14.200 millones de euros de nominal. El pasivo de la estructura se ha dividido en dos clases, un tramo *senior* de 12.851 millones de euros con calificación A2 por Moody's y A por DBRS, que paga un cupón de euribor más 50 pbs, con una subordinación del 9,5% y con una vida media de 24 años. El precio, la calificación y la vida media del tramo *senior* no están diseñados para su colocación entre inversores, sino para monetizar unos activos que de otra forma no tendrían liquidez.

3. La regulación sobre la titulización: pasado y futuro

La regulación sobre las titulizaciones se ha hecho más estricta tras las crisis *subprime* y financiera, aunque sigue sin fomentar claramente su uso. Por el lado positivo ha conseguido unificar los mercados de capital y promover titulizaciones de mayor calidad y transparencia.

Gracias a las medidas tomadas por la UE y por el sector bancario, Europa tiene hoy probablemente el régimen de regulación de titulización más duro del mundo. Desde 2011 se han implementado una serie de reglas estrictas referidas a:

1. La retención de riesgo y mantenimiento de un interés sustancial del cedente en la titulización,
2. Las normas de transparencia y comunicación que permitan a los inversores realizar las tareas de "diligencia debida" y
3. La obligación legal de que los inversores realicen esta tarea de diligencia y lo registren.

La titulización europea tuvo un buen comportamiento a través de la crisis, a diferencia del sector *subprime* de EEUU, con los activos europeos presentando unas pérdidas muy reducidas. Sin embargo, persiste la oposición a la titulización por parte de un sector de políticos y reguladores que se oponen a un restablecimiento de la titulización, piensan que no constituye prioridad en el corto plazo. Este grupo no ven la contribución de la titulización al crecimiento de la economía, y se quedan paralizados al pensar que es muy complicada. Pero no es así, la titulización es una herramienta que puede ayudar a toda la economía y a una amplia gama de tipos de activos: La titulización de hipotecas puede ayudar a la actividad económica al estimular la demanda de compra de bienes y servicios, que a su vez estimulan el crecimiento de las pymes y de los préstamos al consumo, el *leasing* de equipos, etc.

Por ello es necesario restablecer la situación de la titulización como apoyo al crecimiento de la economía. Los nominales colocados entre inversores siguen siendo bajos comparados con los niveles previos a 2007, el nominal vivo sigue reduciéndose y el número de participantes sigue reduciéndose al ser más difícil justificar la inversión necesaria para tener un papel completo y prudente.

Los acuerdos sobre el nuevo marco de la titulización están sufriendo retrasos, como la revisión de las normas de capital de Solvencia II, o el acuerdo final sobre las nuevas normas de simplicidad-transparencia-estandarización (de acrónimo STE o STS en inglés) o la aplicación de un tratamiento más desfavorable de las titulizaciones bajo el ratio de cobertura de liquidez.

En septiembre 2015, la Comisión Europea presentó una propuesta legislativa para relanzar las titulizaciones con un marco para conseguir “titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas”. El objetivo es proporcionar a las instituciones financieras un menor coste de financiación y una transferencia de riesgo más eficiente. La propuesta fue aprobada por el Consejo Europeo en diciembre y ahora falta la ratificación por el Parlamento Europeo.

La propuesta se compone de dos regulaciones: (a) Una nueva regulación sobre titulización que incluye un conjunto de normas aplicables a todas las operaciones, y que busca, por un lado, aumentar la consistencia entre las regulaciones aplicables a bancos, aseguradoras y fondos de inversión, y, por otro, define y supervisa las operaciones consideradas STS. Y (b) una propuesta de modificación de la regulación sobre requerimientos de capital, que mejore el tratamiento sobre el capital de titulizaciones más sensibles al riesgo, reflejando los riesgos estructurales de las operaciones STS. En el futuro también ajustará el capital requerido a las aseguradoras en operaciones STS y el tratamiento de liquidez de estas operaciones.

La propuesta revisará, por un lado, el tratamiento de todas las titulizaciones, creando una categoría de operaciones con sello STS, y otras que no lo van a tener, cobrando más importancia el hecho de obtener esta calificación. Los requerimientos del sello STS son:

- i) Ser **Simple**, es decir que se considere como una operación verdadera de venta, con activos homogéneos, originados bajo los criterios habituales de la empresa, estar al corriente de sus pagos, sin cargas, y operativos.
- ii) Ser **Transparente**, en la información proporcionada de retrasos, impagos, y pérdidas, auditada por terceros, con modelos disponibles y compromiso de seguimiento.
- iii) Y ser **Estandarizada**, cumpliendo los criterios de retención de riesgo, sin riesgos de tipos o divisa, realizada a precios de mercado, con pagos establecidos en la cascada de pagos, y con una documentación especificando completamente las labores de cada participante en la operación.

4. La titulización: actividad y tendencias recientes

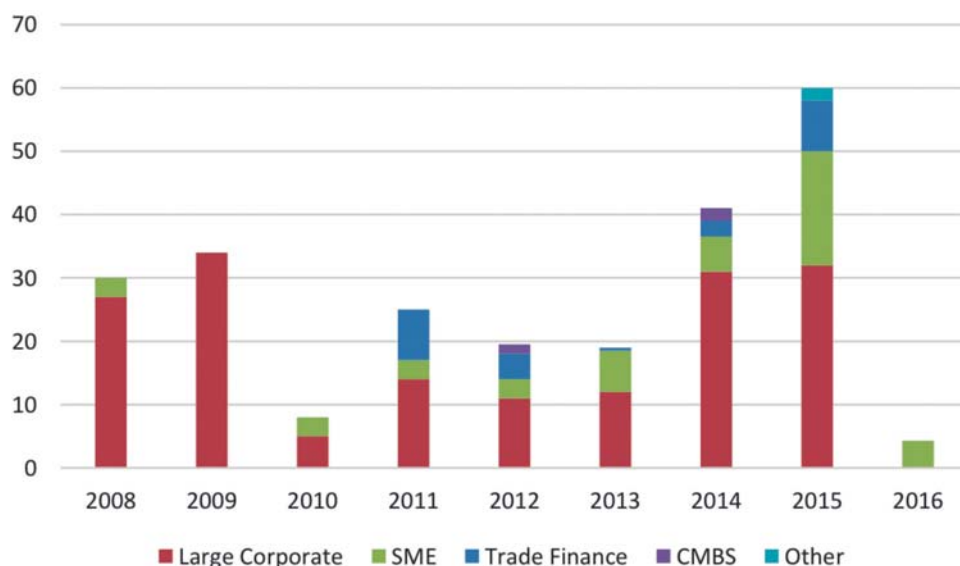
Un sector muy codiciado por los inversores y que, sin embargo, sigue dominado por las operaciones retenidas es el de titulización de préstamos a pymes españolas. El esperado crecimiento del PIB del 3,2% en 2015 y 2,5% en 2016 (superiores a la zona euro) y el aumento de la competencia bancaria favorecerá la refinanciación de operaciones a unos tipos y/o condiciones más favorables, con los que es de esperar

que los impagos estén muy limitados y el comportamiento sea positivo. En 2015 tuvimos en total 6 operaciones por un nominal de 14.000 millones de euros, originadas por BBVA, Banco Popular CaixaBank y Santander. Aunque todas las titulizaciones son muy similares en cuanto a estructura, subordinación, mejoras de crédito, cascadas de pagos y mecanismos de protección, varían mucho en cuanto al perfil de riesgo del colateral. Aparte de los habituales préstamos e hipotecas para pymes, las operaciones incluyen otros activos como préstamos e hipotecas flexibles, líneas de crédito, instrumentos de consolidación o reestructuración de deuda e hipotecas no elegibles (para cédulas).

En cuanto a la naturaleza de los deudores, muchos de ellos presentan un crédito débil, aunque no tuvieran impagos de más de 30 días en el momento de la cesión. Los deudores podían haber impagado previamente o estar en una situación de impago de unos pocos días. Además, los instrumentos flexibles aumentan el riesgo de repago/refinanciación a vencimiento, y los préstamos reestructurados señalan que aunque los deudores no han impagado, se encuentran en una situación muy delicada.

Aunque a corto plazo se espera que el comportamiento de las titulizaciones pymes siga siendo positivo, el efecto de las debilidades indicadas va a depender de que continúe un entorno positivo de crecimiento de la macroeconomía española, basado en la continuidad de las reformas y la estabilidad política.

■ **Gráfico 4. Nominal emitido de Titulizaciones sintéticas en Europa (miles de millones de euros)**



Fuente: AFME, Bloomberg

Para este año esperamos que continúe la emisión de titulizaciones pymes del mismo grupo de cedentes, que las seguirán reteniendo dados los costes elevados de sacarlas a mercado y de la posibilidad de colocarlas en repo con el BCE a costes ventajosos e independientes de los riesgos inherentes en ellas.

En el mismo sector pyme, pero en el formato de titulizaciones sintéticas de balance, hemos visto un despegue de la actividad, como forma de gestión activa del riesgo de la cartera crediticia. Este tipo de titulizaciones sintéticas es el que mejor comportamiento ha tenido, al referirse a una cartera de los bancos existente, generada bajo los criterios de originación y riesgo de la entidad específica, a diferencia de las estructuras sintéticas de arbitraje o de “valor de mercado”, donde la cartera se seleccionaba y generaba específicamente para la transacción, utilizando las preferencias del cedente dentro del universo de nombres líquidos.

En España este producto no se había usado mucho, siendo la primera emisión la realizada en 2002 con el CLO sintético Cibeles de Caja Madrid (actualmente Bankia) donde se colocó toda la estructura de capital, excepto el tramo más subordinado o *equity* que lo retuvo el cedente.

La motivación ahora es conseguir una reducción del capital regulatorio bajo Basilea III, vendiendo tramos subordinados. En general, no se ha optado por el tramo de primeras pérdidas o *equity*, dada la obligación de que el cedente retenga un interés sustancial en este tramo. Se ha optado por colocar el tramo de segundas pérdidas, lo que aporta un colchón de protección al inversor frente a los primeros impagos de la cartera. Por simplicidad y no tener que transferir la cartera fuera del balance, se ha elegido el formato sintético, que permite determinar el retorno de una nota en función de un *portfolio* de referencia.

La titulización sintética había sido usada típicamente por los bancos del norte de Europa para gestionar sus riesgos. En 2016 las cosas han cambiado y ya hemos visto dos operaciones procedentes de España este año: las emisiones Gaudí 2015-I de CaixaBank y Victoria de Santander. Los tramos referidos carecen de calificación y el activo contenido es la venta en forma sintética, de las segundas pérdidas de unas carteras de referencia establecidas con un nominal de 2.000 y 2,300 millones de euros respectivamente. El nominal de la nota vendida es más reducido, sólo de unos 121 millones de euros en el caso de Gaudí por ejemplo. Dada la elevada subordinación, los inversores demandaron un cupón nominal bastante elevado, cercano al 10%, aunque el retorno final podría verse corregido por las pérdidas con las que tenga que compensar el inversor al cedente. Con ello, el retorno final del tramo podría quedar en un rango estimado de entre el 2% y el 8%, según el comportamiento de la cartera de referencia.

Estas operaciones apuntan a otras nuevas que podrían venir de estos y otros cedentes, con el objetivo de reducir el capital regulatorio bajo Basilea III de los bancos, frente a exigencias de los reguladores.

Pero también hay sectores tradicionales de titulización que presentan un aumento significativo y de los que se espera que sigan creciendo en el futuro gracias a que:

1. Presentan un beneficio económico por la diferencia entre el coste de los pasivos a colocar entre inversores y los ingresos de activos,
2. El colateral subyacente está experimentando un crecimiento importante y
3. Tienen un comportamiento favorable en cuanto a retrasos, tasas de impago y recuperaciones, incluso con una mejora sobre los valores históricos.

Tal es el caso de las titulizaciones de préstamos de automóvil, como la Driver 3 de Volkswagen en España, el sector hipotecario en Reino Unido y Holanda, y el sector de pymes. Estos sectores dominan la emisión en 2016 y esperamos que sigan apareciendo nuevas emisiones en los próximos meses.

El caso de Volkswagen demuestra la utilidad de la titulización como herramienta de financiación que funciona perfectamente, cuando el cedente no dispone por alguna razón de otras alternativas de financiación. Para Volkswagen Financial la situación se complicó tras el escándalo de las emisiones en EEUU en septiembre 2015. La dificultad de acudir al mercado de deuda *senior* corporativa, dadas las explicaciones y estimaciones que tendría que clarificar y sobre las que podría no tener respuesta, la compañía prefirió utilizar la titulización que comenzó a usar en 2000, como fuente principal de financiación.

Ante la fuerte ampliación de sus diferenciales en bonos *senior unsecured* y en derivados de crédito (CDS), Volkswagen optó por emitir hasta 6.000 millones de euros en el mercado de las titulizaciones. El resultado ha sido un mejor ajuste de sus vencimientos de activos y pasivos y además las titulizaciones han sido inmunes al flujo de noticias, siguiendo más las bajas tasas de impagos y pérdidas de la cartera.

Por otro lado, la compañía ha visto un aumento de los activos con riesgo que mantiene en su balance, y por lo tanto, su requerimientos de capital. En caso de tener que recurrir a una quita, la situación de los acreedores se vería afectada por una menor proporción de deuda *senior* sobre la que actuar, y con los activos fuera de balance, reduciendo la tasa de recuperación.

En el ámbito internacional estamos viendo nuevas áreas de aplicación de la titulización: La flexibilidad de la titulización permite que se adapte a nuevas situaciones y soluciones. Un ejemplo son las titulizaciones sobre préstamos impagados, sobre las que Italia aprobó en febrero proporcionar una garantía de estado sobre los tramos *senior*.

La nueva ley permitirá a las entidades bancarias a recapitalizarse otorgando una garantía a las titulizaciones, cuyo colateral sean activos fallidos o impagados. Al aumentar la calidad crediticia del tramo *senior* se busca reducir el coste de financiación, y también aumentar la base de inversores, atrayendo no sólo a los típicos inversores de titulizaciones, sino también a los inversores enfocados en riesgos soberanos, que vendrá dado por el margen adicional que ofrezcan frente a los Tesoros.

El esquema legal busca funcionar como revulsivo para que las entidades financieras transfieran sus préstamos fallidos, mejorando la liquidez de sus activos. La garantía se otorga siempre que la nota *senior* consiga la calificación de grado de inversión y que se venda la mitad del tramo *júnior* (y del *mezzanine* si existiese). La transferencia de los activos al vehículo se debe realizar a un precio que no sea superior al valor contabilizado en libros.

El coste de la garantía será soportado por la titulización, con el precio calculado con referencia a una cesta de swaps de crédito (*Credit Default Swaps*) de bancos italianos, que aumentará con el tiempo. La estructura incluye un aumento de cupón (*step-up*) al cabo de 3 ó 5 años para fomentar la amortización de la estructura.

Queda por ver qué tipo estructuras surgen de esta iniciativa con la selección de la cartera de activos dependiendo de los objetivos que busquen las entidades financieras. La calidad de la cartera determinará la mejora de crédito necesaria para conseguir el grado de inversión en el tramo *senior*.

La legislación también establece la necesidad de nombrar a un tercero que funcione como *Servicer* independiente, que vigile que las notas mantienen la calificación de grado de inversión.

Las entidades italianas tienen 18 meses a contar desde febrero 2016, para completar estas operaciones, aunque el programa podría extenderse otros 18 meses sujeto a la aprobación de la Comisión Europea.

Las consecuencias de este plan sobre el perfil de crédito de los bancos más afectados son dobles. Aunque el plan puede ayudar a la banca, al incentivar la limpieza del balance y la generación de nuevos préstamos, es verdad que los bancos podrían ser forzados a reconocer las pérdidas de la venta, en caso de que la venta al vehículo se realizase con descuento.

Los bancos necesitarán de varios meses para completar el análisis y presentar las nuevas transacciones. Entre tanto podrían surgir soluciones alternativas como el esquema multicedente de servicio de impagados organizado por Banca Akrosy el *Servicer* Prelios que titulizó préstamos fallidos de 6 bancos italianos en enero.

La titulización también puede servir para fomentar nuevos negocios como por ejemplo los negocios *online*, al ofrecer la posibilidad de vender, transferir, y reciclar los riesgos relacionados con el negocio, permitiendo un mayor apalancamiento y rotación.

El funcionamiento de la titulización sirve perfectamente para el incipiente negocio de “préstamos al mercado”, préstamos a emprendedores o micro empresas. Usando como punto de partida plataformas donde inversores particulares pujan para dar micro-préstamos sin garantía a particulares (*Peer to Peer*) o a negocios (*Peer to Business*).

En abril se cerró la primera operación SBOLT 2016-1 de 163 millones de libras de préstamos a pymes británicas originadas por la plataforma “FundingCircle”, que llevaba preparándose desde diciembre 2014. El precio del tramo más *senior*, el “A”, se cerró a niveles de libor más 220 pbs, y entre sus inversores contó con la agencia alemana KfW que compró 50 millones de libras que contaba además con la garantía del Fondo Europeo de Inversiones. El problema estuvo en los tramos *mezzanine*, los “B”, “C” y “D” donde fue necesario ampliar las indicaciones de diferencial sobre libor en unos +25, +75 y +125 puntos básicos, respectivamente, por la dificultad de encontrar inversores que quisieran tramos más subordinados y con poca liquidez.

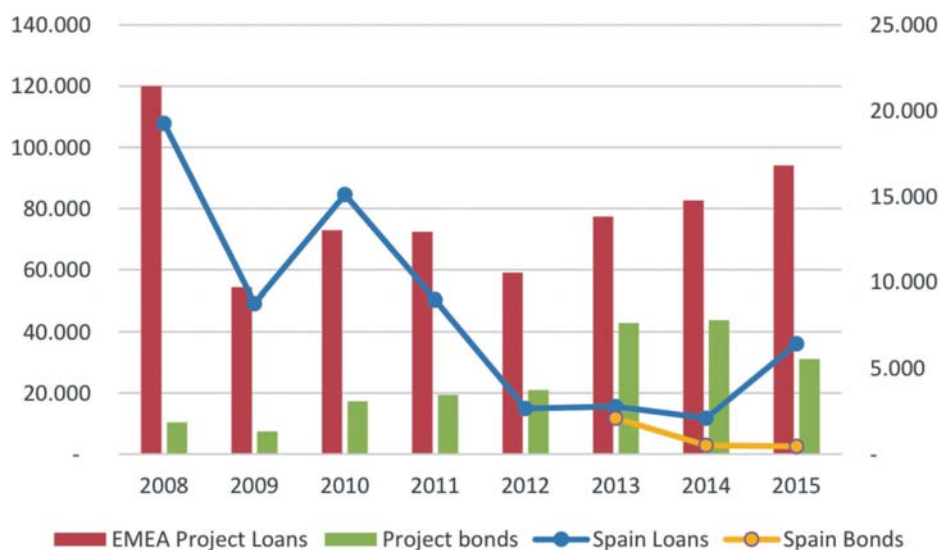
Una preocupación sobre este tipo de préstamos es que su historia es muy reciente, habiéndose desarrollado sólo desde la última crisis financiera, en un entorno económico favorable, sin tener experiencia de cómo se comportarán los activos en momentos de tensión o recesión económica. Por el lado positivo, la mejora de crédito de la primera operación era de un 34% para el tramo “A”, lo que supone un colchón considerable en caso de un comportamiento adverso de los préstamos, y la vida media de la nota es corta, 1,25 años.

Se espera que otras plataformas de préstamos a pymes o personales (como Zopa, LendInvest y RateSetter en Reino Unido) también sigan el ejemplo de SBOLT 2016-I, e incluso la plataforma FundingCircle ha afirmado que estima utilizar la titulización para colocar un 20-25% de su cartera total. Sin embargo, y tras el cierre de la operación, ha tenido lugar un hecho que ha despertado los temores sobre el sector: Renaud Laplanche, presidente de Lending Club –otra plataforma de préstamos *online* (*crowdlending*) y que también ha cerrado titulizaciones de sus préstamos–, ha dimitido, tras una investigación interna que descubrió que la venta de 22 millones de dólares de préstamos de buena calidad a un inversor violaba sus criterios de compra, junto con otras acusaciones de conflictos de interés. Esto ha provocado la parada de otras operaciones de compra que se estaban preparando, demandas contra la compañía involucrada y va a obligar a un mayor escrutinio del sector y de la forma en que origina y transfiere sus préstamos.

5. Los Project Bonds: situación actual

El mercado europeo de *project bonds* presenta una situación y volúmenes muy lejos del americano, que está mucho más desarrollado. La financiación de los *project bonds* europeos se ha realizado tradicionalmente a través del mercado bancario, dado su mayor proximidad al originador, y mayor facilidad de tomar riesgos, sobre todo, durante la fase de construcción. Mientras tanto en EEUU, el mercado contó desde hace décadas con el apoyo de las aseguradoras y fondos de pensiones que han tenido tradicionalmente un apetito mayor, favoreciendo el crecimiento de este tipo de bonos.

■ **Gráfico 5. Préstamos y Bonos de Proyecto en Europa y en España (escala derecha) en millones de euros**



Fuente: Thomson Reuters

En Europa la actividad en los últimos años ha venido, por un lado, de las iniciativas de la Unión Europea y sus agencias de fomentar este mercado y, por otro lado, operaciones de refinanciación de proyectos en el balance de la banca y que se transfiere a un reducido grupo de aseguradoras europeas que presentan un elevado apetito por este tipo de activo.

6. La iniciativa europea Project Bond 2020

Previo a la crisis financiera de 2008, los mercados de capital participaron en algunas emisiones de *project bonds* en formato bono, contando con el apoyo de las aseguradoras *monolines* (todas ellas AAA), que mejoraban la calificación de las notas, para facilitar su colocación entre inversores a cambio de compartir parte del ahorro con ellas.

Cuando estas *monolines* perdieron su calificación AAA, se cerró la emisión de este tipo de *project bonds*, con la financiación bancaria monopolizando la actividad en Europa. Sin embargo, los bancos tuvieron que enfrentarse a rebajas de sus calificaciones y a una mayor presión sobre su capital por los requerimientos de Basilea 3.

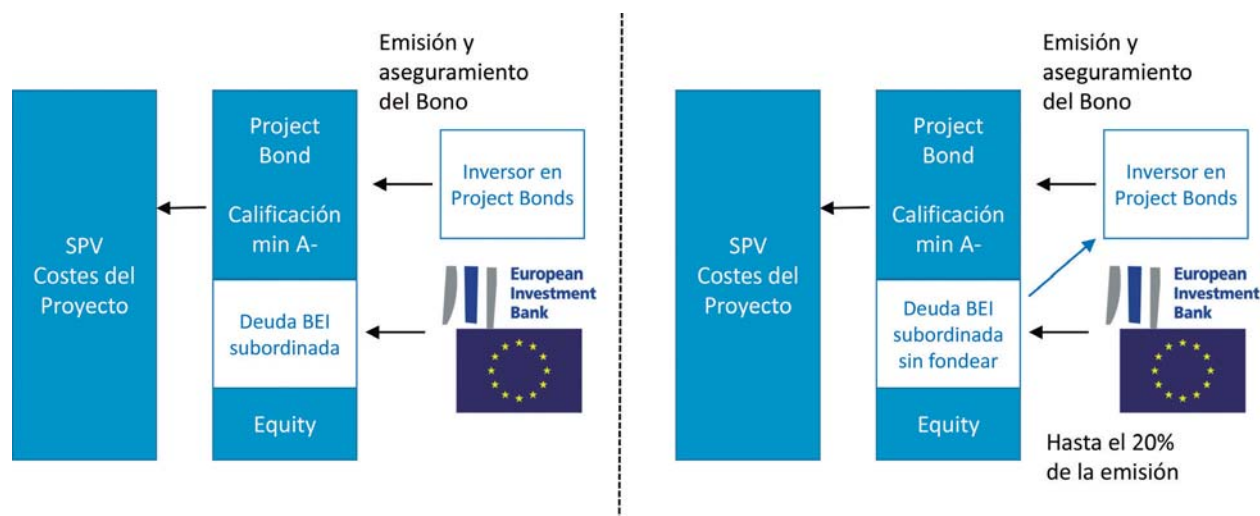
Para volver a suscitar interés entre los inversores institucionales se realizaron una serie de iniciativas sobre los *project bonds*. Con este fin, en Europa se estableció la “Iniciativa europea de *project bond* 2020”, promovida por la Unión Europea junto con el BEI. Tras dos años de trabajos previos fue anunciada en 2012 a través de la regulación 670/2012.

Los objetivos de la iniciativa eran:

1. Estimular la inversión en infraestructuras estratégicas clave de transporte, energía y mejora de ancho de banda.
2. Utilizar los mercados de capitales como fuente adicional de financiación para los proyectos de infraestructuras. Busca atraer inversores institucionales a la financiación de los proyectos en los mercados de capital con generación de flujos de caja estables y predecibles, mejorando la calidad crediticia de las emisiones de bonos de proyecto.

El mecanismo de la iniciativa se basa en la división de la deuda del proyecto en dos tramos, uno *senior* y otro subordinado. El subordinado, que como máximo será un 20% del total, sería tomado por el BEI a través de un préstamo llamado la “Mejora de Crédito del *project bond*”.

A cambio de este préstamo, el BEI negociaría con el sponsor del proyecto las condiciones de la financiación. Este tramo podría bien estar “con fondeo” desde el principio o comenzar en formato “sin-fondeo”, en cuyo caso sería necesario que inversores institucionales del *project bonds* proporcionasen los fondos adicionales requeridos.

■ Gráfico 6. Estructuras de la Iniciativa Europa 2020 de *project bonds*

La asunción clave de la iniciativa es tratar la infraestructura como cualquier activo de los mercados de capital (aunque los inversores no planean participar en la construcción ni en la gestión) y usar fondos públicos para atraer al sector privado, exponiéndoles a cambios en los objetivos y necesidades de infraestructuras durante la vida del pasivo.

Esta financiación, a través de los mercados de capitales, no pretendía sustituir otras formas de financiación como los préstamos, financiación puente, avales, garantía.

El primer proyecto europeo en el que se usó esta iniciativa fue el proyecto Castor, para refinanciar los préstamos bancarios al depósito de gas Castor que pasó a formar parte del sistema gasista español, inyectando gas en un yacimiento petrolífero marino vacío frente a las costas de Castellón. La generación de movimientos sísmicos coincidiendo con la inyección de gas de prueba provocó la parada de sus planes de uso. En junio 2014 los bonos de proyecto Castor fueron rebajados por Fitch de BBB a especulativo BB+, con el consorcio en acuerdo con el Gobierno optó por recomprar el bono, financiándolo con la creación de un déficit en el sistema gasista español. Este déficit fue subastado entre las entidades financieras, con la posibilidad de posteriormente mantenerlo en su balance o transferirlo al mercado de capitales.

Tras esta experiencia, el siguiente proyecto bajo la iniciativa fue el primer proyecto de transporte, la autopista belga A11 entre Brujas y Westkapelle. El BEI proporcionó una línea de 115 millones de euros y también invirtió en 145 millones de euros del bono *senior*.

Por ahora, la iniciativa ha quedado algo parada, después de que entre los proyectos seleccionados se comprobase una preferencia por los relacionados con la infraestructura de combustibles fósiles, en contraposición al objetivo declarado de la Unión de encaminarse hacia una economía sin carbono.

En 2014 la Unión Europea ya tenía identificados una lista de 248 proyectos de infraestructura energética conocidos como Proyectos de Interés Común (PIC), que potencialmente podría beneficiarse de unos presupuestos totales de 19,3 millardos de euros en 2011: 5,12 millardos de euros de la línea de crédito para Conectar Europa, 13,17 millardos de euros para proyectos de transporte y un millardo de ICT.

Partiendo de la base de que la inversión en infraestructura es clave para el crecimiento a largo plazo, tenemos que Europa sigue amenazada por un bajo crecimiento, elevados déficits públicos y un sistema bancario frágil, lo que dificulta cubrir las necesidades de financiación de proyectos hasta 2020 que podría ascender hasta los 2 millardos de euros de inversión.

En este sentido, cabe destacar:

- Los bancos seguirán siendo clave para la financiación de infraestructuras, aunque quizás menos que antes de la crisis. Tampoco son los inversores ideales para muy largo plazo (30 años), pero pueden proporcionar la experiencia y las habilidades para movilizar y estructurar transacciones.
- Financiación dividida en fases: No es correcto obligar a los inversores a largo plazo tomar un elevado riesgo a corto plazo (como el riesgo de construcción). Los políticos deben considerar modelos de financiación que dividan las fases de construcción y operación. Los bancos están familiarizados con la fase de construcción, con el sector público pudiendo también tomar riesgo en las fases iniciales a nivel europeo o local.
- La calificación de los proyectos de infraestructuras deberá estar en torno al A-simple basado en los criterios de bajo riesgo y liquidez requerido a inversores institucionales y por las exigencias de Basilea III y Solvencia II. Esto exige una nueva mentalidad de todos los participantes y los modelos de estructuración para conseguir ese objetivo de calificación.
- La categorización regulatoria de la deuda de infraestructura debe ser de menor riesgo para poder optar a un tratamiento más favorable de los reguladores, con una serie de directrices para considerar los *project bonds* como activos refugio y mejorar su consideración.

7. Los project bonds: actividad reciente en España

En los últimos meses han salido al mercado tres *project bonds* en España, dos de ellos correspondientes a peajes y uno a energía renovables, todos ellos procedentes de refinanciaciones bancarias.

Un ejemplo es la Autopista del Sol que emitió dos tramos de notas *secured* de 467 y 40 millones de euros con categoría BBB, a un plazo de 29 años y pagando un cupón de 3,75%. La estructura tiene además un préstamo *junior*. Los ingresos sirven para refinanciar el préstamo bancario concedido sobre la explotación de un tramo de 96 km de la AP-7 entre Fuengirola y Guadiaro. El tramo lleva operativo desde 1999 (Ausol I) y 2002 (Ausol 2), y aunque ha tenido un comportamiento operativo robusto, durante la

crisis financiera (2007-2013) sufrió una reducción de tráfico del 41% y que se compensaron con tarifas, afectando sólo en una caída del 27% de los ingresos.

Un caso distinto es el de AUNOR (Autovía del Noroeste de Murcia) que con calificación BB+ refinanció 54 millones de euros de *bonos secured* ligados a la operación de la autopista de peaje C-415 pagando un cupón de 4,75%. En este caso la concesión tiene una fuerte dependencia de la autonomía de Murcia lo que limita su calificación. Con 62.4 km de trazado entró en operación en octubre 2001.

Otra área de interés para los *project bonds* es el de las energías renovables, con algunas operaciones cerradas en España, como Solaben 1 y 6, que es una refinanciación de plantas termosolares que comenzaron su operación en 2013 y fueron construidas y operadas por un consorcio de dos filiales de Abengoa. La emisión que se realizó en septiembre 2015, obtuvo una calificación BBB por S&P, consistente en un tramo de 285 millones de euros hasta 2034. Los buenos ratios de cobertura de la deuda permitieron su supervivencia después del concurso de acreedores de Abengoa.

En mayo 2016 Solaria también emitió un *project bond* de 45,3 millones de euros para refinanciar a Globalsol Villanueva con calificación BBB- por Axesor y un tipo del cupón del 4,2% con vencimiento de enero 2037. El proyecto está operativo desde 2008 y la agencia cree que su situación es adecuada para continuar con sus operaciones.

8. Conclusión

En conclusión, tanto la titulización como los *project bonds* siguen siendo usados como alternativas a la financiación bancaria y de mercado de capitales, para aquellas situaciones en las que aportan valor.

Para ver un aumento significativo de actividad de la titulización en Europa será necesario inicialmente una clarificación y simplificación del marco regulatorio, por un lado, y, por otro, un aumento sustancial de la actividad económica y de generación de colateral, ayudando también a su desarrollo una gestión más activa de los riesgos de carteras.

Para el desarrollo y crecimiento del mercado de *project bonds* en Europa es preciso un aumento de la desintermediación o refinanciación de proyectos de la banca a inversores institucionales. ■



MARF: ¿UNA OPORTUNIDAD DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA PARA LAS PYMES PORTUGUESAS?

Andreia Lopes

Auditora

Profesora del IEB



Actualmente es Auditora en un bufete de auditores, donde se incorporó en 2013, y miembro del "Ordem de Revisores Oficiais de Contas en Portugal". Anteriormente, trabajó en Corporate Finance en Caixanova. Andreia Lopes es licenciada en Economía

por la Universidad de Oporto, Master en Gestión de Patrimonios por la Escuela de Negocios Caixanova y International Executive MBA por la misma escuela. Su trayectoria profesional cuenta con experiencia en contabilidad, fiscalidad y evaluación de empresas. Además, es docente en algunas universidades y organismos públicos en Portugal. Es European Financial Advisor desde 2006.

Carla Costa

Especialista en Recuperación y Desinversión de Activos en ABANCA Corporación Bancaria SA

Profesora del IEB



Carla Costa actualmente es Especialista en Recuperación y Desinversión de Activos en ABANCA Corporación Bancaria SA. Hasta 2012 ha trabajado en Corporate Finance en Caixanova.

Es licenciada en Economía y Master en Derecho Fiscal por la Universidad de Oporto, Master en Gestión de Patrimonios y International Executive MBA por la Escuela de Negocios. Su trayectoria profesional cuenta con una amplia experiencia en el sector bancario en análisis, financiación y reestructuración de empresas. Es European Financial Advisor desde 2006 y profesora del IEB.

Contenidos

1. Introducción	40
2. Análisis de la financiación de las pymes en el mercado portugués	40
3. Conclusión	62



1. Introducción

El sistema financiero portugués se ha contraído en los últimos años motivado por las diversas crisis que han sucedido y con la consecuente repercusión en la financiación de las pymes portuguesas. Las pymes, a su vez, han experimentado un crecimiento y una muy importante internacionalización a lo largo de los años 90, potenciada por el crédito bancario, por lo que hoy están más capitalizadas para seguir adelante.

Aunque se denote la nueva pujanza de la financiación bancaria, creemos que hay espacio para otras fuentes de financiación alternativas, sobre todo, en un entorno, en el que el tejido empresarial está más capitalizado, como veremos a lo largo del presente documento.

2. Análisis de la financiación de las pymes en el mercado portugués

2.1. Evolución del crédito en Portugal

La evolución del crédito en Portugal tiene una estrecha relación con los marcos políticos y regulatorios a lo largo del tiempo, y se encuentra muy restringida al sector bancario, que ha sido la fuente de financiación por excelencia.

Hasta la revolución de 1974, que ha sido el origen de la democracia en Portugal, todas las entidades financieras eran de capital privado (con excepción de Caixa Geral de Depósitos), donde se incluía el propio Banco de Portugal.

Con la implementación de la democracia, toda la banca comercial portuguesa fue nacionalizada.

Es más, en 1976, el cuadro normativo regulaba la irreversibilidad de las nacionalizaciones que habían sucedido antes y el bloqueo a cualquier iniciativa privada de captación de recursos.

El impacto inmediato de este proceso fue una fuerte concentración del mapa bancario, traducido en fusiones y en la integración de instituciones bancarias más pequeñas. Como ejemplo existen los casos de Banco Intercontinental Portugués, que fue absorbido por el Banco Pinto & Sotto Mayor y Banco Portugués do Atlántico, que se incorporó a Banco Fernandes Magalhães y Banco do Algarve.

Hasta principios de los años 80, el sistema bancario portugués era, casi en exclusiva, de capital público con una cuota de mercado del 95%. Las excepciones eran las entidades extranjeras con operaciones en

Portugal: Banco do Brasil, Credit Franco-Portugais (propiedad de Credit Lyonnais) y Bank of London & South America (propiedad de Lloyds Bank).

El desarrollo de la actividad bancaria tenía fuertes medidas regulatorias con respecto a los tipos de interés, el crédito concedido, la apertura de nuevas oficinas y la entrada de nuevas entidades. Esto colocó a todo el sistema financiero en niveles de competencia muy bajos.

No obstante, el año 1984 constituyó el punto de inflexión de todo lo ocurrido anteriormente, con la apertura de la actividad bancaria al capital privado.

Esto se debió a la revisión de la Constitución Portuguesa y la publicación del Decreto Ley nº 406/83 de 19 de noviembre y Decreto Ley nº 51/84 de 11 de febrero.

Este nuevo marco legislativo permitió la creación de nuevas instituciones privadas de capital nacional, así como la entrada de diversas instituciones extranjeras, como por ejemplo Barclays, Banque National de Paris, Citibank y otros.

Como se puede observar en la tabla de abajo, en 10 años se duplicó el número de instituciones bancarias en Portugal, tanto de capital nacional como de capital extranjero.

● **Tabla I. Número de instituciones del Sistema Bancario Portugués**

	Nacionales	Extranjeras	Totales
1986	17	9	26
1990	20	13	33
1995	30	15	45
1996	31	19	50
1997	35	20	55
1998	33	24	57
1999	34	25	59
2000	29	29	58
2001	30	27	57
2002	32	28	60

Fuente: Asociación Portuguesa de Bancos, Boletines Informativos de junio de 2015 y Banco de Portugal, Informes Anuales.

Después de la apertura a iniciativas privadas, la segunda mitad de los años 80 quedó marcada por el impulso de consolidación y regulación del sistema bancario portugués, muy potenciado por la integración de Portugal en la Unión Europea.

Al mismo tiempo, la integración de Portugal en el espacio europeo potenció el crecimiento económico, con especial énfasis en el poder adquisitivo de las familias y la dimensión y profesionalización del tejido empresarial portugués.

Estos factores crearon un entorno favorable para la expansión y refuerzo de la solvencia de las instituciones financieras, así como para el desarrollo y complejidad de sus operaciones.

La culminación de la regulación del sistema bancario, después de los *inputs* del propio mercado financiero en Portugal y de la necesidad y obligatoriedad de transposición de la normativa comunitaria, se plasmó en el Decreto Ley nº 298/92 de 31 de diciembre de 1992.

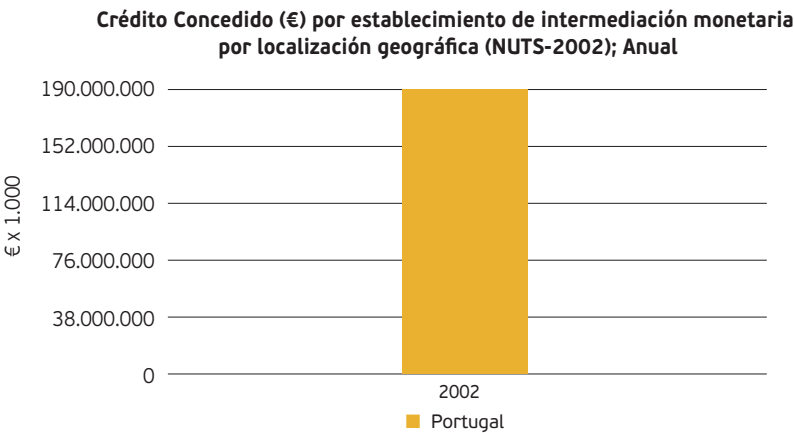
El organismo regulador, el Banco de Portugal, vio sus funciones de supervisión intensificadas, abarcando la supervisión prudencial y el comportamiento de las entidades semejándose a los bancos centrales europeos. Además, añadió a sus funciones el control de la masa monetaria de forma indirecta, a través de la imposición de mínimos de caja a los bancos y promoviendo las operaciones de mercado abierto. Además, los límites máximos de crédito concedido y las tasas de interés practicadas, hasta entonces fijados por regulación legal fueron abolidos.

Debido a todos estos factores, en los años 90 se asistió a la explosión de la concesión del crédito en todos sus componentes, volumen y tipologías, así como al estímulo de la demanda empresarial.

Entre 1992 y 2002, la tasa de crecimiento media anual de crédito fue del 22,4%, siendo el volumen global de crédito concedido a finales de este periodo de 190.000 millones de euros. El peso del crédito bancario a personas físicas en el PIB ha pasado del 15,8% en 1991 hasta el 64,4% en 2002, con un especial énfasis en el crédito vivienda.

Con respecto al crédito a empresas, el peso en el PIB pasó de un 45% en 1991 a un 90% en 2002.

■ **Gráfico 1. Crédito concedido en Portugal en el año 2002**



Fuente: INE

En base a lo expuesto, se puede decir que en poco más de una década, el mercado de crédito en Portugal ha cambiado profundamente, aunque se encuentra totalmente monopolizado por el sector bancario. Se pasa de un entorno restrictivo, en cuanto a representatividad del sector y a nivel de concesión de crédito, a una economía con un elevado grado de apertura y endeudamiento.

Aunque la economía portuguesa empezó a desacelerarse a partir de 2004, con una disminución de la demanda interna (reflejo también del nivel de endeudamiento de los agentes económicos), de la inversión y del consumo público, la actividad del sector financiero siguió su ruta de crecimiento.

El sector financiero, al revés que el resto de la economía, estaba pujante, reflejando incrementos significativos de sus activos, del crédito concedido a clientes, así como de los servicios bancarios ofrecidos. La intensificación de la oferta de servicios bancarios permitió el aumento del cobro de comisiones, reduciendo así la dependencia frente a los diferenciales aplicados.

En cinco años (de 2004 a 2009) el volumen de crédito concedido creció un 67% y los recursos captados un 44%, como se puede observar en la tabla II que se encuentra más abajo.

Fruto de la integración de Portugal en la Unión Europea, el sector bancario tuvo la posibilidad de endeudarse en el exterior casi de manera ilimitada, con tipos de interés muy bajos, lo que permitió su prosperidad más allá de las posibilidades de la propia nación. Los beneficios en conjunto de los cinco principales bancos que operaban en Portugal llegaban casi a 3.000 millones de euros en 2007 (gráfico 2).

● **Tabla II Evolución del Apalancamiento del Sistema Bancario Portugués**

(En millones de euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Crédito	177.943	196.014	225.740	255.531	289.476	296.560
Recursos de clientes	130.497	136.186	148.479	162.375	183.767	187.569
Ratio de Transformación	136%	144%	152%	157%	158%	158%

Fuente: BdP

■ **Gráfico 2. Beneficio conjunto de los 5 mayores bancos**



A partir de 2007, la crisis conocida como crisis *subprime*, lastró a Europa, primero a los Estados (crisis de deuda soberana) y después a los bancos más endeudados, afectando en 2011 al sector bancario portugués. Los balances de los bancos recogían financiación de proyectos que acabarían por revelarse poco rentables y que generarían fuertes problemas, más concretamente en la construcción y en el sector inmobiliario. En

lo que respecta al crédito a la vivienda, las operaciones se mostraron poco rentables, fruto de la concesión a tasas muy bajas para periodos muy largos. El ritmo de captación de recursos no acompañó la concesión de crédito, motivo que explica que el apalancamiento subió de 136% en 2004 a 158% en 2009 (tabla II).

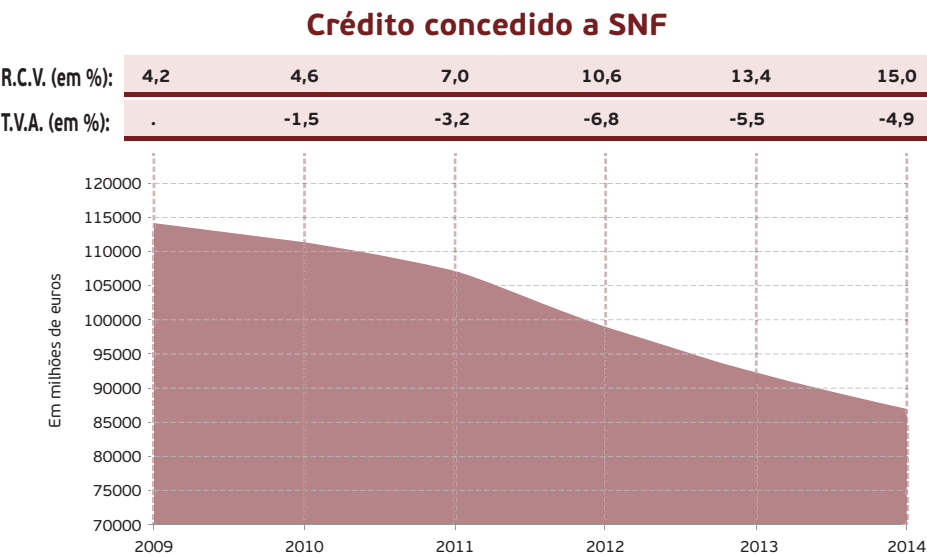
Las dotaciones sobre provisiones, a las que los bancos fueron obligados, les han imposibilitado generar beneficios que superen los niveles de 2007.

Con la crisis de deuda soberana vivida en Europa a partir de 2010, se entró en un agujero negro que llevó a los mercados financieros a cerrar sus puertas a variados países, como, por ejemplo, Portugal.

A partir de 2011, la economía portuguesa recibió ayudas externas. Los bancos, a su vez, entraron en un proceso de reducción de apalancamiento, y fueron presionados a reforzar sus estructuras de capital. Sin embargo, no contaban con los fuertes beneficios generados anteriormente ya que habían sido distribuidos a los accionistas. La consecuencia fue la disminución de la concesión del crédito.

Con la entrada del FMI en Portugal se inició una nueva reestructuración del sector bancario, con cierre de oficinas, despidos, fusiones y gestiones complejas. Las ayudas del FMI, que alcanzaron los 78.000 millones de euros, englobaban 12.000 millones de euros para la “recapitalización” de la banca nacional, lo que garantizaba que entre el 9% y el 10% del dinero invertido tuviese un impacto real en el sector. En el gráfico siguiente se puede observar el comportamiento del crédito concedido a empresas en el período de 2009 hasta 2014. En estos 5 años hubo una disminución aproximadamente de 27.000 millones de euros, siendo 2012 el año más crítico, con una reducción de 8.300 millones de euros.

■ Gráfico 3. Crédito concedido a sociedades no financieras (SNF)

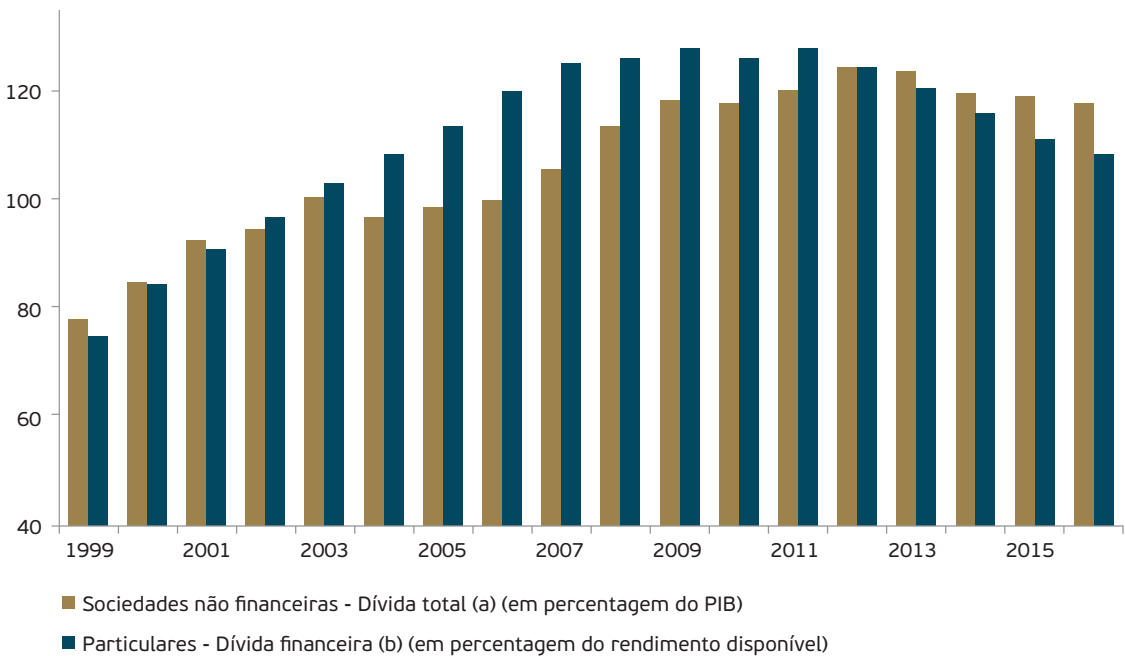


Fuente: Banco de Portugal – 17.ª Reunión de la Sección Permanente de Estadísticas Económicas – Marzo del 2015

Recientemente, se puede ver una ligera recuperación, aunque tímida y muy dependiente del retorno de la confianza de los actores externos en la economía portuguesa.

Del gráfico 4, se concluye que el total de endeudamiento de las empresas (que además del crédito bancario añade préstamos concedidos por otros sectores institucionales, papel comercial y obligaciones emitidas), en porcentaje del PIB tuvo una trayectoria creciente hasta 2011 y a partir de entonces una inflexión muy suave, volviendo a experimentar un pequeño crecimiento en el último año.

■ **Gráfico 4. Endeudamiento del sector privado no financiero**



Notas: (p) – projetado.
 (a) Inclui empréstimo concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores.
 (b) A dívida financeira corresponde à soma de empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos pelo setor.

Fuentes: INE y Banco de Portugal.

2.2. El tejido empresarial portugués con especial enfoque en las pymes

En 2014 había poco más de un millón de empresas en Portugal, de las cuales solamente un 30% tenían impacto en la actividad económica. El restante 70% son pequeños negocios individuales. La tabla III recoge, en números, las principales variables que identifican al tejido empresarial portugués, donde se destaca que las pymes representan el 99% del total de empresas, siendo las responsables de cerca del 60% del volumen de negocios generado.

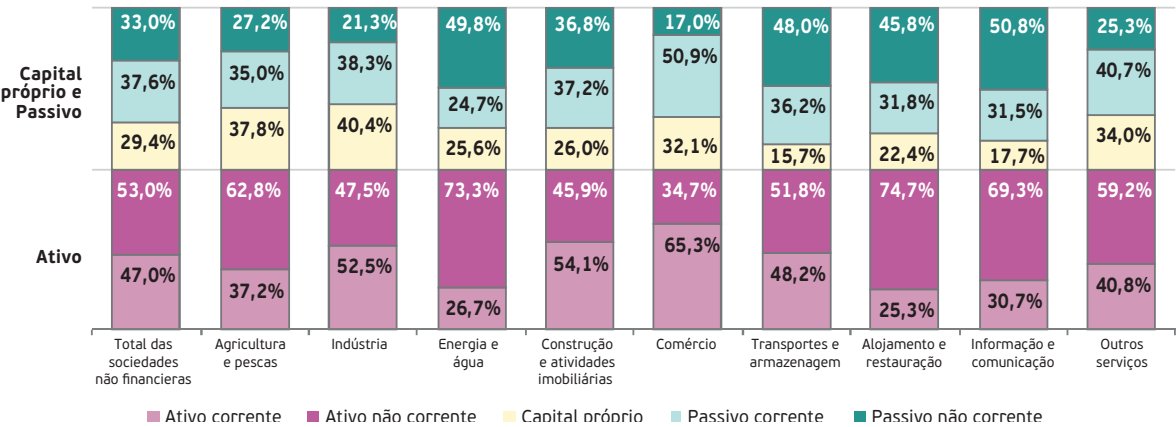
■ **Tabla III. Caracterización del tejido empresarial en 2014**

	Empresas		Pessoal ao serviço		Volume de negócios		VAB		Gastos com o pessoal		Excedente bruto de exploração	
	2014	Tx. var. 13-14	2014	Tx. var. 13-14	2014	Tx. var. 13-14	2014	Tx. var. 13-14	2014	Tx. var. 13-14	2014	Tx. var. 13-14
	Nº	%	Nº	%	10 ⁶ Euros	%	10 ⁶ Euros	%	10 ⁶ Euros	%	10 ⁶ Euros	%
Total das empresas não financeiras	1 127 317	2,7	3 445 226	2,1	322 637	1,7	75 825	4,0	44 559	2,0	31 695	7,2
Forma jurídica												
Empresas individuais	764 902	3,1	850 994	1,9	14 203	-0,7	5 822	3,8	1 181	-1,2	4 819	5,1
Sociedades	362 415	1,9	2 594 232	2,2	308 434	1,8	70 003	4,0	43 379	2,1	26 876	7,6
Dimensão												
Grandes	973	1,7	680 915	3,5	131 364	0,5	28 175	2,9	14 554	2,2	13 422	3,5
PME	1 126 344	2,7	2 764 311	1,8	191 273	2,5	47 650	4,6	30 005	2,0	18 272	10,1
Setor de atividade												
Agricultura e pescas	128 765	19,3	185 038	15,0	5 925	6,8	1 401	15,4	809	6,9	1 045	17,1
Indústria	67 303	-0,4	659 983	2,0	81 538	1,4	17 856	4,1	10 880	3,4	6 959	5,7
Energia e água	2 193	2,0	38 599	-0,7	24 821	0,3	5 897	2,5	939	-7,7	4 908	4,4
Construção e atividades imobiliárias	107 405	-2,0	341 159	-3,4	22 141	-4,7	6 602	-3,7	4 451	-2,9	1 873	-3,8
Comércio	221 846	-2,1	719 005	-0,6	119 579	2,4	14 787	5,4	9 645	1,5	4 979	14,6
Transportes e armazenagem	21 876	-2,3	150 874	2,1	17 861	1,9	6 092	3,8	3 473	1,5	2 639	5,8
Alojamento e restauração	84 122	2,3	273 338	2,9	9 190	9,1	3 431	8,4	2 384	4,1	1 029	21,7
Informação e comunicação	14 834	2,3	85 508	3,3	11 334	-2,7	4 913	0,2	2 420	-3,8	2 449	4,3
Outros serviços	478 973	3,1	991 722	4,0	30 250	4,3	14 846	6,3	9 558	5,5	5 814	7,5

Fuente: INE –SCIE

A su vez, la tabla IV permite analizar el tejido empresarial desde el punto de vista del peso del patrimonio. En términos generales, las empresas presentan una estructura de financiación diversificada (33% fondos propios, 37,6% financiación de largo plazo y 29,4% financiación a corto plazo), que permite financiar el 53% del activo no corriente o inmovilizado y el 47% del circulante. La industria y el comercio son los sectores menos capitalizados.

● **Tabla IV. Estructura del Balance por sector de actividad (2014)**

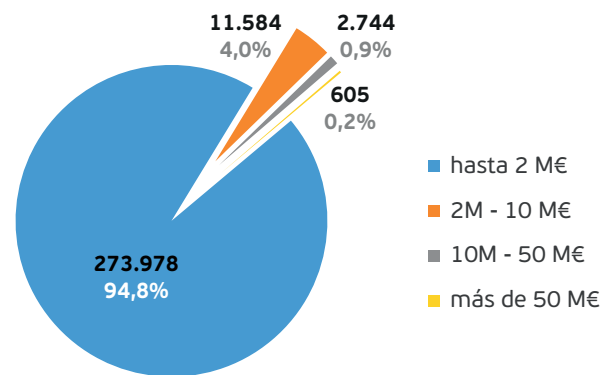


Fuente: INE – Empresas em Portugal 2014

En los gráficos siguientes, se analiza con mayor detalle las características del tejido empresarial, basándose solamente en las sociedades, que son las que tienen relevancia en la economía, tal como se ha visto anteriormente. Los datos se refieren al año 2014 y tienen como base todas las empresas (excluyendo sector financiero y seguros) que han depositado sus cuentas en Hacienda. En este sentido, el universo del estudio son 288.911 sociedades. Dicho estudio se hace en función de tramos definidos de facturación, que, como veremos a continuación, permiten categorizar las micro empresas, las pymes y las grandes empresas.

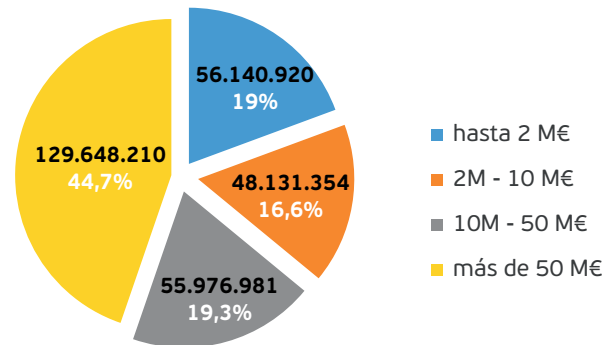
Número de empresas

Del total de las 288.911 empresas en análisis, un 94,8% son microempresas (con facturación anual inferior a 2 millones de euros), un 4% son empresas con facturación entre 2 millones a 10 millones de euros, un 0,9% empresas con facturación entre 10 millones a 50 millones de euros y 605 (un 0,2%) empresas que presentan facturación superior a 50 millones de euros.



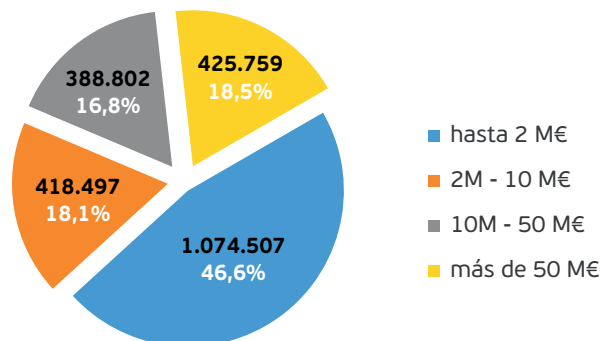
Facturación

La facturación global del 2014 ascendió aproximadamente a 290.000 millones de euros, un 45% de los cuales fue generado por 605 empresas. A su vez, las empresas con facturación entre 2 millones y 50 millones de euros, (el 4,9% del número de empresas) han sido responsables de un 36% de la facturación de las empresas.



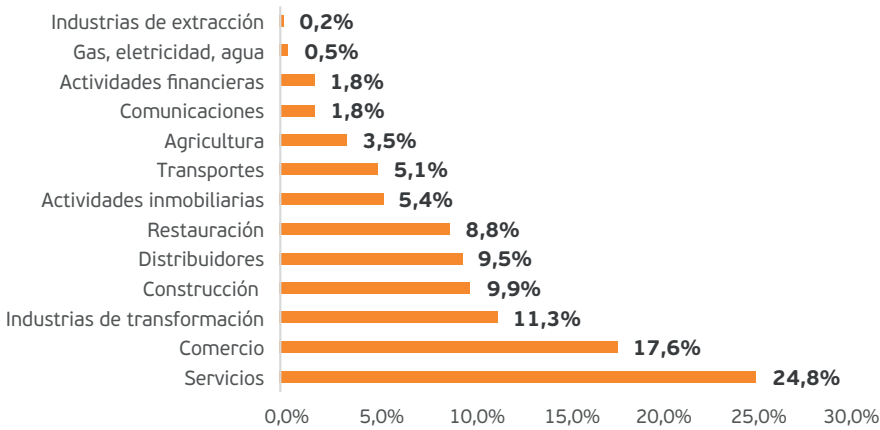
Empleados

Las empresas de menor tramo de facturación cuentan con un 47% de mano de obra, mientras que los otros tramos cuentan con una fuerza productiva de cerca del 18% en cada tramo.



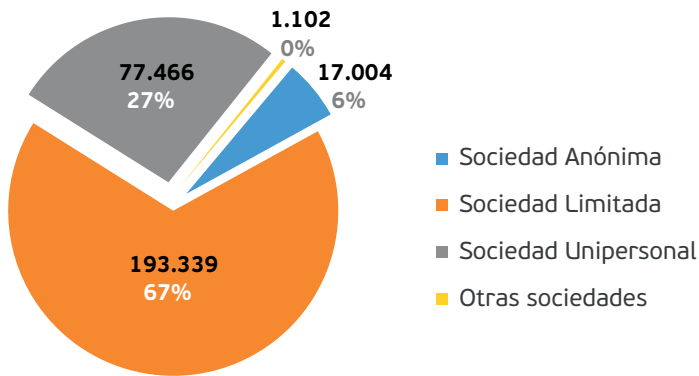
Sector de actividad

Los sectores con más representatividad son servicios (con un 25%) y la industria de transformación (con un peso casi del 18%)



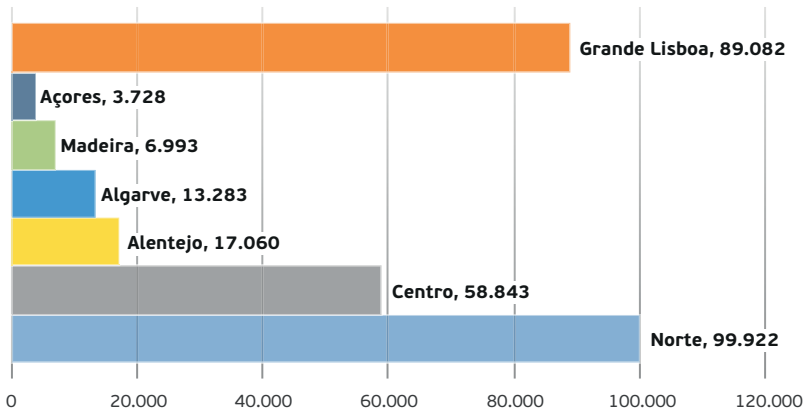
Naturaleza jurídica

El 67% de las sociedades asumen la forma jurídica de sociedades por cuotas y un 27% son sociedades unipersonales.



Área geográfica

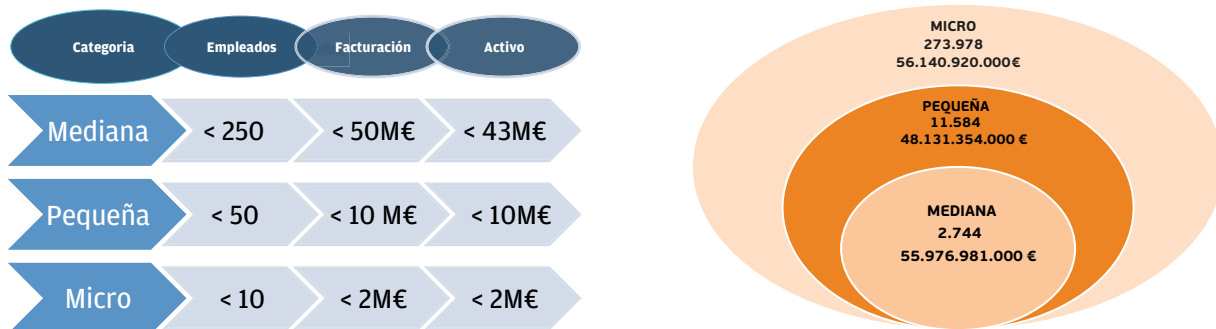
El 65% de las sociedades está concentrado en las dos principales ciudades del país. Sin embargo, el centro también asume un peso importante, un 20,4%.



Una vez analizada la tipología de sociedades que operan en Portugal se puede identificar a las pymes en ese universo. Interesa por ello, de antemano, definir lo que es una pyme.

El concepto de pyme abarca un amplio abanico de empresas con características diferenciadoras. Entre los distintos criterios que delimitan el concepto, la definición europea actualizada a principios de 2005 según la Recomendación 2003/351/CE, del 6 de mayo de 2003, es la más utilizada y la acogida en Portugal por el Decreto Ley nº 372/2007 del 06 de noviembre 2007.

De acuerdo con esta recomendación, se califican como pymes aquellas empresas que presentan las siguientes características:



Este concepto aplicado a la realidad portuguesa nos permite concluir que en el año 2014:

- Había 273.978 micro empresas cuyo valor acumulado de facturación ascendió a 56.000 millones de euros.
- Había 11.584 pequeñas empresas cuyo valor acumulado de facturación ascendió a 48.000 millones de euros.
- Había 2.744 medianas empresas con un volumen de facturación de 55.000 millones de euros.

Asimismo, se destaca algunas características cualitativas que identifican a las pymes portuguesas:

- El socio/accionista suele asumir el rol de gestor.
- Las pymes son dependientes de una o varias *key persons*, claves para su continuidad y éxito. Como regla general, dicha persona clave es el propio empresario.
- La estructura jerárquica y organizacional es simple, con muy poca o ninguna delegación de poderes.
- Predominan empresas con capital no disperso, es decir, no cotizadas.
- La capacidad de negociación ante la banca, proveedores y clientes de grandes dimensiones suele ser más reducida.
- Predomina la falta de información pública y auditada. Aunque exista la obligatoriedad de cuentas auditadas para las empresas de mediano tamaño, el hecho de que no existan sanciones por incumplimiento hace que muchas pymes no cumplan este requisito legal.
- Su área de influencia es predominantemente regional o nacional, aunque ante la globalización económica muchas están dando sus primeros pasos o reforzando su plan de internacionalización.

Si, por un lado, el concepto de pyme abarca micro y pequeñas empresas, donde la estructura es de no delegación por parte del socio/empresario, también es verdad que el concepto incluye empresas de mediana dimensión, en las que la dependencia de una persona clave se demuestra ineficiente, implicando la necesidad de cambiar hacia una estructura más profesionalizada.

2.3. Estructura de financiación de las pymes en Portugal y su evolución

Tal como se recogen en los puntos anteriores, la economía portuguesa es dependiente del devenir económico de las pymes, por lo que es fundamental garantizar una adecuada financiación de las mismas, de cara a su equilibrio financiero.

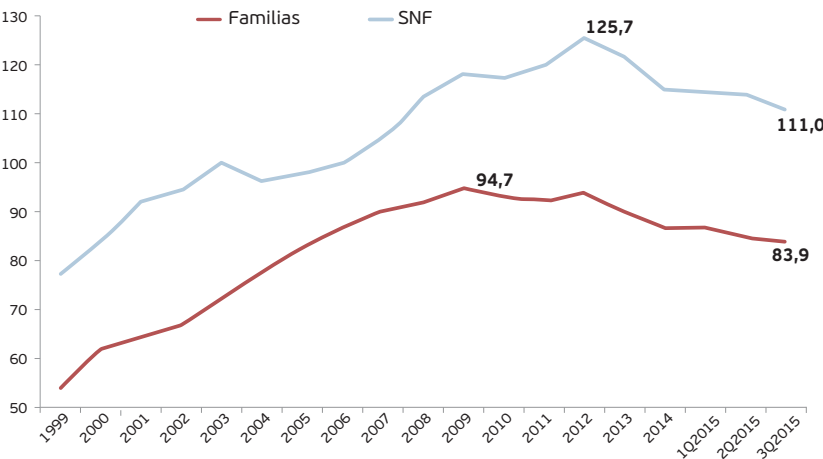
Asimismo, es importante analizar qué estructura de financiación es más comúnmente utilizada y su peso en términos de activo de las empresas y PIB generado en el país. Los puntos siguientes hacen un recorrido de los distintos indicadores que van a poner en evidencia este asunto.

a. Endeudamiento global de las empresas en % del PIB y por instrumento de deuda

De los gráficos de abajo, se puede concluir la existencia general de un nivel de endeudamiento muy alto y de una fuerte tendencia por la preferencia de préstamos bancarios, por oposición a la emisión de títulos de deuda.

En 2000, el endeudamiento de las empresas no financieras representaba el 83,9% del total del PIB y en 2015 este porcentaje se había elevado al 111%. Así mismo, los préstamos bancarios en 2015 representaban un 85,7% del total del endeudamiento en % del PIB, mientras que los títulos de deuda no llegaban al 20%.

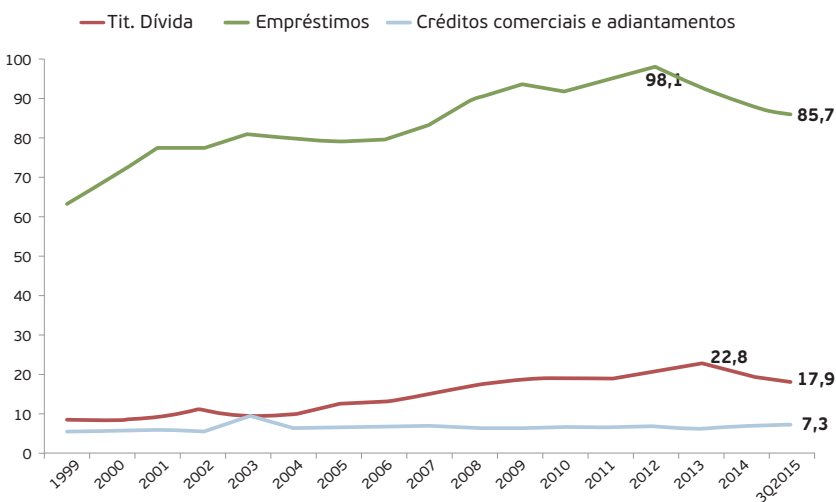
■ Gráfico 5. Deuda en % del PIB



Nota: Dívida SNF /Contas nacionais financeiras - Patrimónios financeiros= Títulos de Dívida (F3)+Empréstimos (F4)+ Créditos comerciais e adiantamentos - valores consolidados

Fuente: BdP, gráfico obtenido del Panel de endeudamiento - Gabinete de Estratégia y Estudos del Ministerio de la Economía

■ Gráfico 6. Endeudamiento de las empresas no financieras por instrumento de deuda



Nota: Contas nacionais financeiras - Patrimónios financeiros, valores consolidados
Fuente: BdP, gráfico obtenido del Panel de endeudamiento - Gabinete de Estrategia y Estudios del Ministerio de la Economía

b. Peso de los distintos tipos de financiación en % del activo total

Si observamos la estructura de financiación en porcentaje del activo se llega a la misma conclusión, es decir, los préstamos siguen asumiendo el papel principal. En el período de 2009 a 2014, los préstamos han tenido una variación negativa de 0,1%, en el caso de las pymes, y hubo un crecimiento de 3,1% en lo que respecta a las grandes empresas. Incluso en períodos de crisis, se constata que los préstamos bancarios tienen una elevada inelasticidad a la baja.

● Tabla V. Estructura de Financiación en % del Activo Total

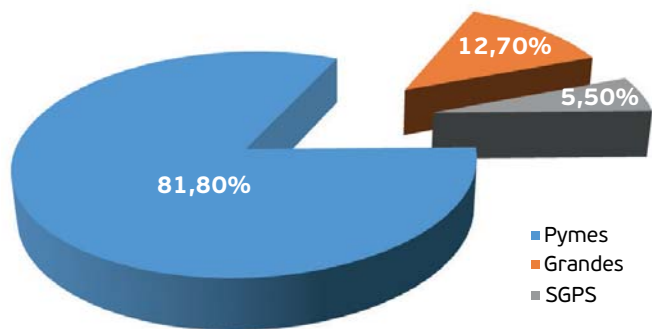
	PYMES							Grandes Empresas						
Fuentes de financiación	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-14	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-14
Acciones	27,3	27,9	26,9	26,7	28,4	30,9	3,6	32,7	36,6	35,7	34,8	33,4	31,9	-0,8
Préstamos bancarios	37,8	40,0	40,4	41,9	40	37,7	-0,1	35,9	35,4	38,0	39,1	39,1	39,0	3,1
Créditos comerciales	12,4	12,4	12,2	11,7	11,5	10,9	-1,5	10,9	11,5	11,2	10,4	9,9	10,4	-0,5
Otro tipo de financiación	22,5	19,7	20,5	19,7	20,1	20,5	-2,0	20,6	16,6	15,1	15,7	17,6	18,8	-1,8

Fuente: BdP, gráfico obtenido del Panel de endeudamiento - Gabinete de Estrategia y Estudios del Ministerio de la Economía

De la tabla también se puede deducir que, si en el caso de las pymes la variación negativa en los préstamos fue compensada por el refuerzo del equity, en las grandes empresas se observa una trayectoria contraria. Por este motivo, se concluye que en 2014 no existen diferencias significativas en la estructura de financiación entre pymes y grandes empresas.

Observando el consumo del *stock* de crédito bancario, en 2015 un 81,8% era consumido por pymes, un 12,7% por grandes empresas y un 5,5% por sociedades gestoras de participaciones sociales. Una vez más, se puede concluir que existe una alta representatividad de las pymes en el mercado bancario, siendo las mayores consumidoras de este tipo de crédito.

■ Gráfico 7. Estructura de stock de crédito bancario (2015) por dimensión

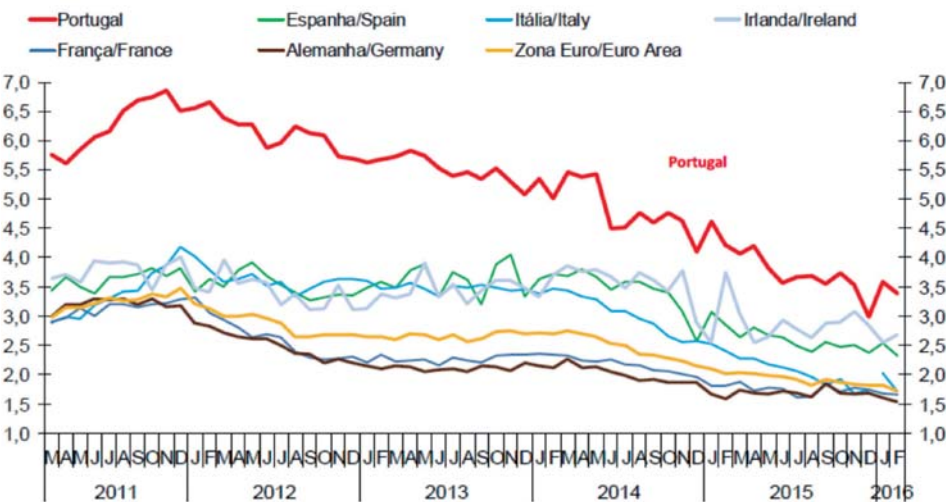


Fuente: BdP, gráfico obtenido del Panel de endeudamiento - Gabinete de Estrategia y Estudios del Ministerio de la Economía

c. Comportamiento de los tipos de interés en los préstamos

En el gráfico siguiente se puede analizar la evolución de los tipos de interés en la zona euro, con detalle para algunos países. Se observa que, de una forma general, presentan una trayectoria descendente desde el 2011, sobresaliendo que en Portugal los tipos son más elevados debido al riesgo país, que tienen asociado.

■ Gráfico 8. Tipos de interés de nuevos préstamos a sociedades no financieras (%)



Fuente: BdP, gráfico obtenido del Panel de endeudamiento - Gabinete de Estrategia y Estudios del Ministerio de la Economía

d. Impacto de la financiación en la performance de las empresas

La comparativa entre 2013 y 2014, a través de algunos indicadores financieros, pone en evidencia la forma en que las empresas han reaccionado a la crisis de deuda soberana y bancaria.

● **Tabla VI. Indicadores Financieros de las diferentes categorías de empresas**

	Micro		Pequeñas		Medianas		Grandes	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Liquidez								
Liquidez general ¹	126,9	125,6	127,9	135,4	126	133	102	106
Liquidez reducida ²	70,32	73,11	96,08	102,7	101,5	106,5	86,9	89,8
Estructura financiera								
Autonomía financiera	25,74	26,52	29,2	32,01	30,77	31,46	32,5	30,6
Tasa de endeudamiento	388,5	377	342,4	312,5	325	317,9	308	327
Sostenibilidad general	34,67	36,1	41,25	47,07	44,45	45,9	48	44,1
Financiación								
Ratio de presión financiera	0,64	0,52	0,29	0,22	0,27	0,22	0,23	0,25
Rentabilidad de los fondos propios	-4,75	-3,85	1,49	5,85	3,49	7,3	7,37	3,79
Rentabilidad de los activos	1,76	1,94	5,35	6,68	6,42	7,62	7,99	7,15
Rentabilidad de las ventas	4,72	5,5	6,48	7,67	8,12	9,25	9,3	8,56

¹ El ratio de liquidez general mide la capacidad de la empresa hacer frente a sus responsabilidades de corto plazo, por lo que se obtiene a través del siguiente cálculo: Ratio Liquidez general = Activo Corriente / Pasivo corriente.

² El ratio de liquidez reducida mide la capacidad de la empresa hacer frente a sus responsabilidades de corto plazo con liquidez proveniente de sus activos líquidos, pero de una forma más exigente que en el ratio de liquidez general, asumiendo que los inventarios pueden ser difíciles de convertir en numerario de forma ágil, o por el valor identificado en el balance. Se obtiene a través del siguiente cálculo: Ratio Liquidez reducida = (Activo Corriente – Inventarios) / Pasivo corriente.

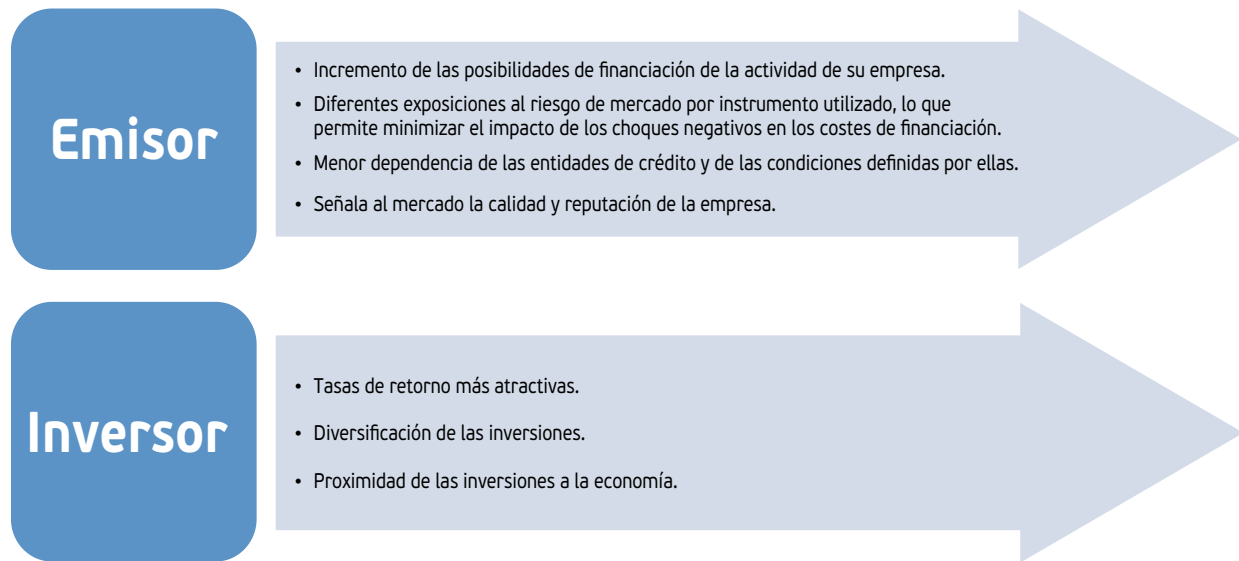
Fuente: BdP

Los ratios vienen a confirmar el esfuerzo de capitalización llevado a cabo por las pymes, que se ha traducido en un incremento de sus rentabilidades operacionales y financieras, un trabajo que no han hecho las grandes empresas.

Con independencia de la mayor importancia de los préstamos en la estructura de financiación de las pymes, es indiscutible la necesidad de buscar fuentes alternativas que amplíen su disponibilidad financiera y garanticen un crecimiento equilibrado, sostenible y diversificado. Esto es más importante en los tiempos de crisis, donde a la baja concesión de crédito, se añaden primas de riesgo excesivamente elevadas.

2.4. Fuentes de financiación alternativa utilizadas

En Portugal, los datos estadísticos indican que las fuentes alternativas representan un 20% de las diversas tipologías de financiación. Este tipo de financiación aporta ventajas tanto para el emisor como para el inversor, como veremos a continuación:



Este vehículo de financiación, originalmente asociado a las grandes empresas, es hoy en día, una opción a disposición de las pymes, que se materializa en formatos distintos.

A continuación vamos a describir el funcionamiento de los más utilizados en Portugal.

I. Financiación colaborativa – *Crowdfunding*

Se caracteriza por ser una tipología de financiación de la empresa o de sus proyectos, mediante el registro en plataformas electrónicas disponibles en la web, a partir de las cuales se procede a la captación de recursos de uno o más inversores individuales. Su principal ventaja con respecto al crédito bancario es que depende de pequeñas aportaciones de diversos inversores.

Hay cuatro modalidades de *crowdfunding*:

- Donaciones:** la entidad financiada recibe una donación con entrega o no de una contrapartida en especie.
- Recompensa:** la entidad financiada se obliga a prestar el servicio o a entregar el producto financiado como contrapartida de la aportación hecha.
- Capital:** la entidad financiada remunera a los inversores mediante la participación en los fondos propios, distribución de dividendos, o reparto de beneficios. La empresa entrega una parte del capital a un conjunto de inversores con el fin de hacer crecer su negocio.
- Préstamo:** la entidad financiada remunera a los inversores mediante el pago de intereses fijados en el momento de la captación. Es una alternativa al préstamo bancario sin intermediarios.

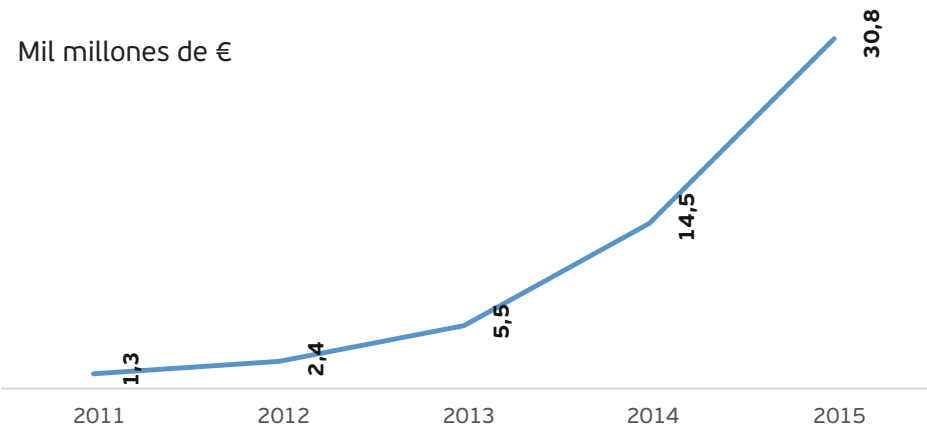
MARF: ¿Una oportunidad de financiación alternativa para las pymes portuguesas?

En el cuadro siguiente desglosamos las ventajas y desventajas para cada modalidad.

	VENTAJAS	DESVENTAJAS
DONACIONES	Transparencia. Sin intermediarios. Manutención de los fondos propios en el empresario. Procesos simples y sin contrapartidas.	Dificultad en diferenciar el proyecto. El importe invertido por el inversor tiende a ser reducido.
RECOMPENSA	Fidelización del cliente con productos y servicios. Los fondos obtenidos no son devueltos. Permite el feedback sobre la calidad del producto/servicio. Retención de los fondos propios en el empresario.	Obligación del cumplimiento de la recompensa. No es adecuado para proyectos o productos complejos. Está dirigido más bien a productores de bienes.
CAPITAL	Muchos inversores de pequeña dimensión. Se adapta a empresas de servicios y productos. Permite obtener un gran número de inversores a través de las plataformas. Permite el retorno para el inversor. Incremento en los fondos propios de la empresa.	Exigencia de documentación financiera de la empresa. Los inversores se focalizan en empresas con potencial de crecimiento elevado. Distribución del poder de decisión en la empresa.
PRÉSTAMO	Abierto al público. Permite el retorno para el inversor. Acceso simplificado a una red de inversores. Mayor flexibilidad de tipos de interés. Ausencia del riesgo sistemático.	Obligación de reembolso del préstamo. Mercado de pequeña dimensión en Portugal. Los inversores se focalizan en empresas con potencial de crecimiento elevado.

A nivel global, el mercado de crowdfunding captó 14,500 millones en 2014 (lo que supone un crecimiento del 167% con respecto a 2013). Sin embargo, en Portugal, es un mercado insignificante (el importe captado no llega a los 5 millones de euros).

■ Gráfico 9. Importe total del mercado de *crowdfunding* (2011-2015)



Fuente: Equitise, Deloitte y Piper Alderman (2015)

II. Fondos de capitales de riesgo

Los fondos de capital riesgo financian a las pymes a cambio de una cuota en sus fondos propios, con el objetivo de ponerlas en valor, para su posterior venta con plusvalías significativas. Por eso, apuestan en empresas de constitución reciente o en ciclos de expansión de su actividad. Como regla general, son constituidos por inversores institucionales enfocados en empresas con potencial de crecimiento elevado.

Las principales ventajas y desventajas de este tipo de financiación son:

VENTAJAS	DESVENTAJAS
• Inversores privados que aportan asesoría técnica especializada. • Fuerte supervisión y seguimiento del capital de riesgo evitando desvios al objetivo principal. • Atractivo para inversores de alto riesgo. • Inversores institucionales amplían la reputación de la empresa. • No implica endeudamiento para la empresa.	• Nuevos miembros en la administración de la empresa. • Inversores privados con poder de decisión. • Proceso lento. • Pérdida de confidencialidad. • Dirigido para proyectos entre 3 a 5 años.

III. Business Angels

El mecanismo financiero *business angel* es comúnmente confundido con el capital de riesgo. Sin embargo, el hecho de que sea asegurado por un inversor particular modifica la filosofía de inversión. Además, se caracteriza por una inversión a medio plazo, es decir, no tiene la intención de compra venta inmediata, que caracteriza el capital de riesgo, si bien el objetivo final sea el mismo (la venta de la participación con plusvalías significativas).

El inversor asume el riesgo del negocio, ya que los proyectos/productos no han sido testados en el mercado, y aporta *know how* al negocio.

Las principales ventajas y desventajas de este tipo de financiación son:

VENTAJAS

- Elevada proximidad al empresario.
- Aportación de *know how* específico y red de contactos.
- Agilidad de los procesos de decisión.
- Implica la capitalización de la empresa.

DESVENTAJAS

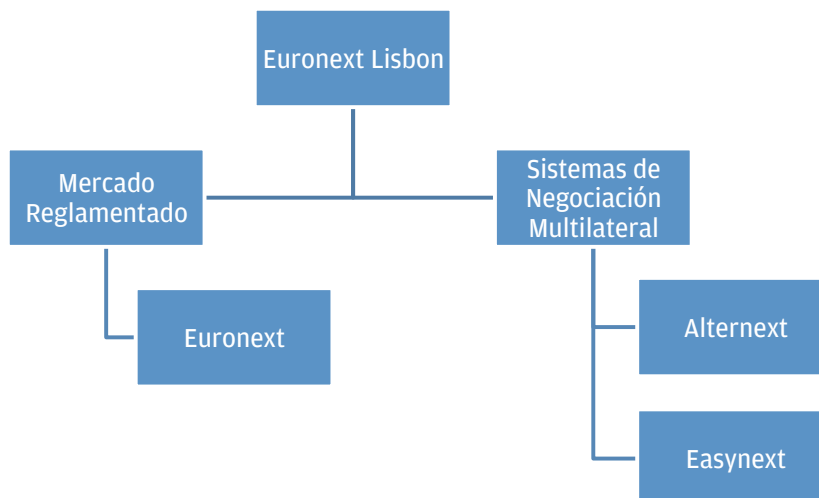
- Dificultad en encontrar el *business angel* apropiado a las necesidades del empresario.
- Tipo de inversión volcada en empresas en su etapa inicial.

De acuerdo con el informe *Evaluation of EU Member State Business Angel Markets and Policies* de octubre de 2012, el valor global de la inversión hecha por *business angels* en Portugal fue de 2.060.000 euros (en España el valor alcanzado fue de 8.162.000 euros), con un importe medio de inversión de 121.000 euros (España: 182.197 euros).

IV. Mercado de Capitales

Originalmente destinado a las grandes empresas, el mercado de capitales para las pymes empieza a ganar dimensión como fuente alternativa de financiación al crédito bancario. El esfuerzo de ampliación del mercado bursátil a esta tipología de empresas permite soluciones con características, costes y exigencias más flexibles.

En Portugal el mercado de capitales se divide en tres: Euronext, Easynext y Alternext.



Euronext es el mercado desarrollado y dirigido a empresas de mayor dimensión.

Las otras dos plataformas de negociación son más simples y adaptadas a empresas de menor dimensión.

Euronext es el mayor grupo de mercados bursátiles y el más líquido a nivel mundial. Diariamente, más de 100.000 millones de euros son negociados en las bolsas Euronext, entre acciones, bonos, papel comercial y productos derivados.

En Europa, el Euronext reúne las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas y Portugal.

Es el mercado más desarrollado y, por ello, abierto a empresas mejor preparadas para hacer frente a las exigencias del mismo y de sus inversores. La mínima colocación de capital es del 25%, con un capital mínimo inicial de 5 millones de euros.

Además de garantizar políticas de gestión y gobierno de la sociedad transparentes, las empresas tienen el deber de prestar regularmente información al mercado como:

- Cuentas anuales auditadas de los últimos tres ejercicios.
- Cumplimiento de las normas contables internacionales.
- Informaciones y negociaciones que impacten en la evolución de las acciones.
- Posiciones por encima del 2% del capital.
- Compra Venta de títulos por parte de los miembros del consejo de administración.
- Divulgación de cuentas trimestrales.
- Cambios en los miembros de la administración.

En mayo del 2016, la capitalización bursátil del Euronext Lisbon alcanzó 231.164,7 millones de euros.

El segmento de los bonos registró una subida mensual del 2,9%, hasta los 113.260,4 millones de euros, mientras el segmento accionista tuvo una disminución del 2,4% hasta los 114.339,6 millones de euros.

NYSE Alternext es la plataforma diseñada para ofrecer a las pymes acceso al mercado de capitales con condiciones más simplificadas que en Euronext. Al mismo tiempo, salvaguarda las expectativas de los inversores en términos de transparencia financiera.

Se destina a empresas con sostenibilidad en su negocio, que buscan fuentes de financiación alternativas, sea por emisión de acciones o de deuda. Es un mercado abierto a empresas con un mínimo de tres accionistas dispuestos a colocar, al menos, 2,5 millones de euros.

El acceso al mercado se puede hacer por dos vías:

- I. Oferta Pública Inicial de acciones (participación detenida o acciones a emitir para incrementos de capital), donde el valor de las acciones objeto de la oferta pública no sea inferior a 2,5 millones de euros;
- II. Colocación privada, en la cual la empresa tendrá que realizar un aumento de capital de, por lo menos, 5 millones de euros, a colocar entre 5 o más inversores distintos.

Independientemente de las opciones, el emisor debe escoger un *listing* sponsor, el decir entidad registrada en Bolsa, que tiene por misión aconsejar y preparar la empresa para su entrada en Bolsa.

Con el objetivo de acudir a las exigencias de los inversores en términos de transparencia de la actividad y situación económico-financiera, las empresas tienen el deber de presentar regularmente la siguiente información al mercado:

- Cuentas anuales auditadas, incluyendo análisis de la evolución del negocio preparada por los gestores.
- Cuentas semestrales no auditadas.
- Toda la información susceptible de hacer cambiar el precio de sus títulos en el mercado.
- Adquisiciones de partes de capital que superen determinados límites (50% y 95% del capital).
- Convocatorias de Asambleas generales.
- Pago de dividendos.

En 2013, y a nivel europeo, había 180 empresas cotizadas en el Alternext, con una capitalización bursátil media de 35 millones de euros. En Portugal, el Alternext cuenta únicamente con dos empresas: ISA e Nexponor.

La Intelligent Sensing Anywhere (ISA) fue la primera empresa portuguesa en estrenarse en este mercado, en junio de 2012. Se trata de una empresa del centro de Portugal, que se dedica a soluciones tecnológicas para la industria energética. Fueron admitidas a negociación 1,5 millones de acciones de la empresa. La admisión fue concretada vía colocación privada de 520.626 nuevas acciones con un valor de 5€/acción, permitiendo colocar 2,6 millones de euros. Esta operación ha valorado la empresa en 7,5 millones de euros.

Datos referentes a 2015:

Empresa	ISA
Tipo Empresa	Sociedad Anónima
Área Negocio	Tecnológico
Facturación	3.200.000
Fondos Propios (Capital Social)	1.600.000
Total Activo	4.300.000
Nº Empleados	47

El Nexponor es un fondo inmobiliario admitido al mercado en mayo del 2013. De la oferta pública de suscripción se han captado 65,2 millones de euros, correspondientes a cerca del 94% de la oferta o 13.049.240 acciones, con el valor de 5 euros cada.

Easynext es el segmento de mercado con requisitos de admisión más flexibles, destinado a empresas de menor dimensión. Creado en 1991 con el nombre Mercado Sin cotizaciones, ha cambiado su designación a Easynext en 2009. Se trata de un sistema de negociación multilateral, bien sea de acciones bonos, *warrants* y certificados.

En 2013 cotizaban 2.074 valores mobiliarios, que se correspondían a 23 emisores, de los cuales 12 eran acciones: Conduril, Transinsul, Copam, Sopragol, Cipan, Sonagi, S.C. Braga, Oli.Irmão, Fitor, Fenalu, Curia e Litho Formas.

Según la información de Euronext Lisbon, en ese año, fueron negociados 663 millones de euros, un incremento del 96% con respecto al año anterior. De estos, 1,4 millones de euros se refieren a acciones. A finales de 2013 también la empresa alemana HQ LifeCorporation cotiza en este mercado.

Este segmento podrá representar un primero contacto de una empresa en el mercado de capitales, ya que los requisitos de acceso son más flexibles cuando se compara con el Alternext y el Euronext, obligando únicamente a cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios.

Algunos datos del 2015 de las empresas portuguesas presentes en este mercado:

Empresa	Conduril	Oliveira e Irmão	Sonagi SGPS, SA	Copam	Litho Formas
Tipo de empresa	Sociedad Anónima	Sociedad Anónima	Sociedad Anónima	Sociedad Anónima	Sociedad Anónima
Área Negocio	Construcción	Fabricación materiales plásticos para construcción	Sociedad gestora partes sociales	Alimentación	Gráfica
Facturación	197.000.000	46.000.000	10.500.000	30.300.000	6.100.000
Fondos Propios (Capital social)	10.000.000	10.000.000	10.000.000	5.000.000	2.500.000
Total Activo	494.000.000	57.600.000	101.400.000	15.300.000	6.400.000
Nº Empleados	2.700	370	26	109	n.d.

Más recientemente, en mayo de 2013 el Grupo Euronext lanzó **Enternext**, una iniciativa destinada al desarrollo y promoción del mercado de capitales para pymes.

Es importante destacar que cualquier empresa que desee entrar en Bolsa podrá escoger entre Euronext o Alternext. Ahora bien, si su capitalización bursátil es inferior a 1.000 millones de euros, se beneficia de forma automática de los servicios de acompañamiento de Enternext. Su misión es crear lazos de confianza y proximidad con las empresas cotizadas en Bolsa, aconsejando sobre la mejor forma de utilizar

los instrumentos de mercado (acciones y bonos), así como con las sociedades no cotizadas, demostrando las ventajas de esta fuente alternativa de financiación.

Se dirige a empresas con capitalización bursátil por debajo de 1.000 millones de euros y cubre más de 750 empresas que cotizan en el mercado reglamentado Euronext y en la plataforma alternativa Alternext.

Además de ser una fuente alternativa de financiación, el mercado bursátil permite a las pymes el refuerzo del capital, sea por emisión de acciones o de obligaciones (deuda), con acceso a un elevado número de inversores nacionales y extranjeros.

VENTAJAS

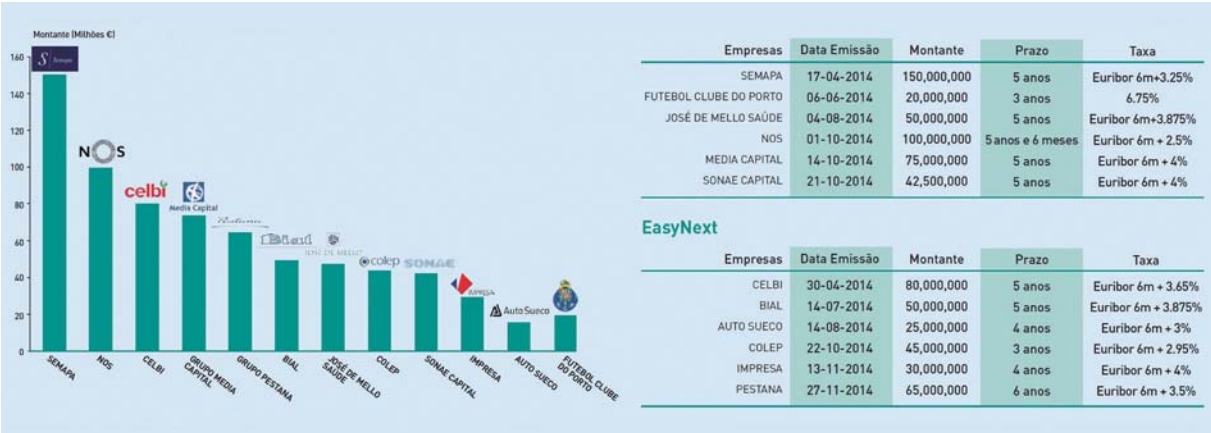
- Refuerzo de capitales, sea por emisión de acciones (fondos propios) sea por emisión de obligaciones (deuda).
- Mayor disciplina interna.
- Acceso a un elevado número de inversores nacionales y extranjeros.
- El inversor tiene garantizado un retorno ante emisiones obligacionistas.

DESVENTAJAS

- Costes administrativos.
- Mayor exposición y necesidad de transparencia.
- Control accionista compartido en el caso de la emisión de acciones.

De acuerdo con los datos estadísticos divulgados por la bolsa portuguesa en 2014, se han registrado 12 emisiones de obligaciones de empresas no financieras (en 2013 fueron únicamente 6 emisiones). De éstas, la mitad corresponde a empresas no cotizadas, lo que constituye un avance en los mercados de capitales.

■ Gráfico 10. Emisiones de obligaciones en 2014



Fuente: CMVM, A Bolsa Portuguesa – Factos e números, 2014



Ya sea en el mercado de Euronext, o en el mercado más flexible (Alternext y Easynext), las pocas empresas que han acudido a estos mercados no califican como pymes.

Si bien las fuentes de financiación alternativas vistas anteriormente tienen poca relevancia, se confirma que las pymes acuden a ellas, pero no a los mercados de capitales. Esto puede significar la existencia de barreras de costes y criterios a la entrada en ese mercado o, simplemente, falta de información de cómo acceder a estos mercados.

3. Conclusión

A lo largo de este documento se ha podido ver que las pymes son cruciales en la función económica del país.

Han salido reforzadas, en términos de solvencia y autonomía financiera, de la crisis de los últimos años. No obstante, siguen necesitando financiar sus proyectos y crecimiento. Para ello, cuentan con el sector bancario tradicional, demostrando estar abiertas a otras fuentes de financiación alternativas.

Ahora le toca al mercado crear condiciones para que tal crecimiento se realice, divulgando y dinamizando dichas alternativas. ■





ARTÍCULOS



-
- 66** **1. BONOS HIGH YIELD EN LA ERA DEL QUANTITATIVE EASING**
José María Capapé. Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis. Profesor del IEB
- 70** **2. LAS FINTECH, INNOVACIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO**
Rodrigo García de la Cruz. Director Programa Directivo en Innovación y Tecnología Financiera del IEB y Vicepresidente de la Asociación Española de FinTech e Insurtec
- 75** **3. EL GOBIERNO CORPORATIVO Y SU CRECIENTE IMPORTANCIA EN EL MERCADO DE RENTA FIJA**
Borja Miranda. Director de Sodali para Iberian & LatAm Markets
Pía Gowland. Directora de Servicios de Renta Fija de Sodali.
- 78** **4. EL ANÁLISIS SECTORIAL DE LA RENTA FIJA CORPORATIVA**
Miguel A. Bernal Alonso. Profesor y coordinador del Departamento de investigación del IEB
- 81** **5. EL IMPACTO DE BASILEA III EN LOS PRÉSTAMOS DE LA BANCA Y MERCADO DE CAPITALES**
Enrique Pérez-Hernández. Presidente de Eurocofín, Consejero de Sodali y Profesor del IEB, especializado en Banca.
- 84** **6. EL PAPEL DE LOS FONDOS PRESTAMISTAS EN LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA**
José Luis Riera. Director Financiero de Bravo Capital
- 86** **LOS AUTORES**
- 

1. BONOS 'HIGH YIELD' EN LA ERA DEL QUANTITATIVE EASING

José María Capapé

Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

Profesor del IEB

En 1988 se produjo la operación de *leverage buy out* más famosa de la historia: la adquisición de RJR Nabisco por parte de KKR por un importe aproximado de 25.000 millones de dólares. Gran parte de la financiación procedía de una emisión de bonos *high yield*, un mercado todavía incipiente en aquella época. Durante la operación, uno de los competidores de KKR alertó al presidente de RJR Nabisco del peligro que representaban esos inversores de bonos, señalando que eran como “Barbarians at the Gates”, título de la novela y película realizadas posteriormente sobre el mencionado LBO. Tres décadas más tarde, los bonos *high yield* forman parte de las alternativas de financiación de algunas compañías, alcanzando –teniendo en cuenta solo compañías europeas– un volumen anual de emisión cercano a los 100.000 millones de euros.

HIGH YIELD... NO ES TODO LO QUE PARECE SER

Afortunadamente, el término *junk bonds*, usado en los albores de este producto para denominar las emisiones de bonos con un rating inferior al grado de inversión, ha caído en desuso. Su sustituto, *high yield*, más acertado, tampoco está exento de posibles malas interpretaciones, llevando a conclusiones erróneas en algunas ocasiones. ¿Cómo determinar si la rentabilidad de un bono es *high* o *low*? Hace pocas semanas, la compañía alemana Heidelberg Cement, con rating Ba1/BB+ por Moody's/S&P –es decir, un escalón inferior al grado de inversión–, emitió un bono a ocho años con cupón 2,25%. Algunas semanas antes, Alstria (rating BBB por S&P), empresa alemana de sector inmobiliario, había emitido un bono a siete años con cupón 2,125%. ¿Es la emisión de Heidelberg Cement un bono *high yield* si se mira únicamente a la rentabilidad ofrecida?

Una calificación crediticia inferior a BBB- (o equivalentes) es una condición necesaria para clasificar a un bono dentro de la categoría *high yield*, pero no es suficiente. Es tan notable la diferencia entre la documentación legal de un bono *investment grade*¹ y la de un bono *high yield* propiamente dicho, que se convierte en un criterio clave para establecer la división entre las diferentes tipologías de bonos. De hecho, no son pocos los bonos con rating BB/BB+ con idéntica estructura a la de un bono *investment grade*. Una descripción detallada de la estructura y documentación de un bono *high yield* se escapa del objeto del presente artículo, pero conviene señalar algunos de estos rasgos diferenciadores con respecto a un bono *investment grade*. Por un lado, la existencia de *covenants* financieros, normalmente inexistentes en un bono *investment grade*. Estos *covenants* son

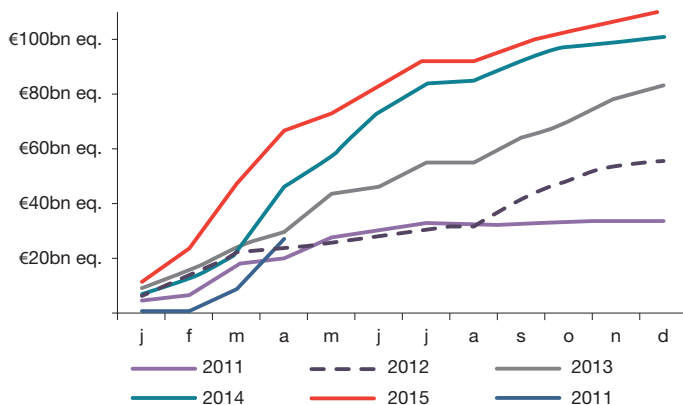
1 Se consideran bonos *investment grade* aquellos cuyo rating es, como mínimo, BBB- (o escala equivalente). Los bonos *crossover*, sin llegar a tener rating *investment grade*, están cercanos a él y usan una documentación equivalente. Algunos de los emisores de *crossover* solían tener *investment grade* en el pasado (también conocidos como *fallen angels*).

de *incurrence*², otorgando mayor flexibilidad a la compañía emisora que los *maintenance covenants*, propios de la financiación bancaria. Por otro lado, salvo raras excepciones, los emisores de bonos *high yield* estructuran sus bonos con opcionalidades de amortización anticipada a partir de una fecha (*call dates*³) y a unos precios ya establecidos⁴ (*call prices*), o cancelaciones parciales ligadas a operaciones de capital (*equity claw-back*⁵). Además, la estructura legal de los bonos *high yield* establece un perímetro de filiales del grupo a efectos de *covenants* y garantías⁶. En la gran mayoría de las ocasiones, aunque los bonos no vayan destinados a inversores residentes en Estados Unidos, la documentación se realiza bajo el formato "144-A"⁷, más exigente en información financiera y de negocio que una emisión en formato "Reg S only".

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO HIGH YIELD

Desde el año 2011 el volumen de emisión de bonos *high yield* ha ido creciendo de forma continuada, batiendo récords anualmente (Gráfico 1). Gracias a una primera mitad del 2015 de grandísima actividad, el año pasado fue el de mayor volumen de bonos emitido por empresas europeas *high yield*. El parón sufrido a partir de la segunda mitad del año se prolongó también a los dos primeros meses del 2016, algo reflejado no solo en las cifras absolutas de emisión, sino también en la proporción de nuevos bonos *high yield* con respecto al resto de bonos corporativos. Esta disminución de emisiones no ha sido motivada por una menor necesidad de financiación de estas empresas. De hecho, el calendario de vencimientos de bonos en los años 2017-2018 no es despreciable para los emisores de *high yield*.

■ Gráfico 1. Volumen emitido de bonos *high yield* europeos 2011-2016



Fuente: Bloomberg, Natixis

2 Los *covenants de incurrence* deben cumplirse únicamente ante un evento determinado. Por ejemplo, un *covenant* de apalancamiento financiero debe cumplirse en el caso de que la compañía incurriera en nueva deuda. Los *covenants de maintenance*, por el contrario, deben cumplirse en todas las fechas de cálculo (trimestralmente, por ejemplo) que se haya establecido.

3 La primera fecha de *call* es parte fundamental de la descripción de un bono *high yield*. Por ejemplo, un bono con vencimiento a 7 años, y con primera fecha de *call* en el año 4, se conoce en el mercado como bono a 7 años *non-call* 4 años.

4 El periodo de tiempo existente antes de la primera fecha de *call* se denomina *non-call period*. Es habitual la incorporación de la llamada *make-wholecall*, posibilidad de que el emisor amortice anticipadamente el bono a un precio obtenido como el valor presente de los flujos pendientes de pago por un tipo igual al bono de referencia alemán (o americano) más un *spread* (ya prefijado en la documentación).

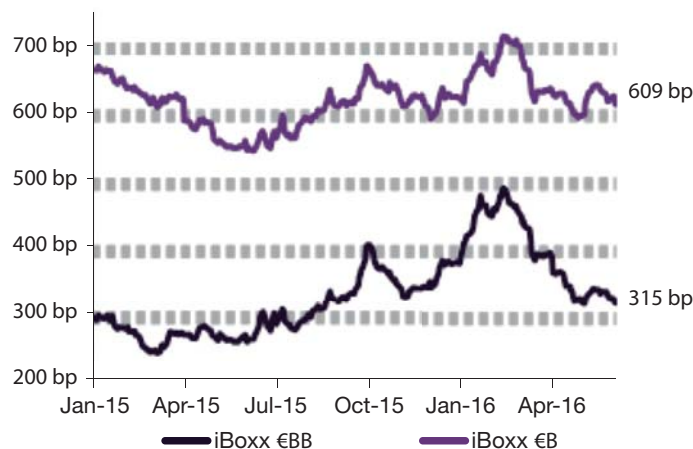
5 La cláusula *equity claw-back* permite al emisor, normalmente en los tres primeros años de vida del bono, amortizar una parte del nominal (es habitual hasta un 35%) con los ingresos derivados de una emisión de capital. El inversor recibe una prima equivalente al cupón del bono.

6 La definición del llamado *restricted group* a efectos de cálculo de *covenants*, garantías y limitaciones de actividades intra-grupo es uno de los más aspectos relevantes en cualquier estructura de bonos *high yield*.

7 Bajo "144-A" son necesarias *comfort letters* emitidas por auditores y abogados ("10b-5 letters").

La correlación del *high yield* con la evolución general de la economía y el comportamiento de la renta variable es mayor que en el caso de los bonos *investment grade*. Las incertidumbres generadas por China durante el verano pasado y en los inicios de 2016, junto con la fuerte caída de los precios de petróleo, impactando fundamentalmente a las compañías energéticas y de materias primas, provocaron que los inversores fueran más cautos a la hora de invertir en *high yield*. Desde el mes de diciembre de 2016 se concatenaron casi tres meses con salidas netas de efectivo semanales en fondos europeos de *high yield*. Algunos fondos americanos especializados en el espectro de menor rating del segmento *high yield* en ocasiones con concentración en compañías energéticas, se vieron obligados a liquidar sus carteras. En este contexto, no es de extrañar el incremento de *spreads* experimentado por los *high yield* desde la segunda mitad del 2015 (Gráfico 2).

■ Gráfico 2. Evolución de *spreads* de bonos HY



Fuente: Markit, Natixis

Pero todo cambió en el mes de marzo. El precio del crudo empezó a repuntar, disminuyeron repentinamente las preocupaciones sobre China y Draghi anunciaba la decisión de comprar bonos corporativos como parte de su plan de *quantitative easing* iniciado en 2015. En media, los *spreads* de los bonos *high yield* disminuyeron fuertemente en pocas semanas, recuperando los niveles existentes a mediados del año pasado.

EL QUANTITATIVE EASING Y SU INFLUENCIA EN EL MERCADO HIGH YIELD EUROPEO

Sin entrar en disquisiciones sobre la idoneidad de la actual estrategia del BCE, y sobre todo, de las posibles distorsiones sobre las rentabilidades y precios relativos⁸ entre activos, con el riesgo de incentivar una demanda no sostenida a futuro, lo cierto es que el llamado *quantitative easing* supone un antes y un después en el mercado de renta fija europea. La reciente inclusión de los bonos corporativos de grado

⁸ Hayek, premio Nobel de Economía en 1974, ya alertaba de los efectos perniciosos que la política monetaria puede provocar en los precios relativos de los bienes, y su importancia como señales de información.

de inversión como activos elegibles (*Corporate Sector Purchase Programme*, o “CSPP”) para el programa más amplio de compras del BCE no era esperado por una parte de los actores del mercado.

En este contexto, el *high yield* se encuentra en una situación particular. Bonos de gobierno, de agencias, *covered bonds*, bonos de titulización, formaban ya parte del programa de compras del BCE. Desde el ocho de junio, también los bonos corporativos *investment grade*. Lo que parece una desventaja a corto plazo podría convertirse, con el tiempo, en uno de los elementos más atractivos de los bonos corporativos *high yield*.

Desde el anuncio del programa CSPP, el spread de los *high yield* ha disminuido por efecto de mejor valor relativo después del significativo descenso del *spread* en los bonos de grado de inversión. Es decir, que el *high yield* se beneficia de forma indirecta de la intención del BCE de convertirse en el mayor inversor de bonos corporativos de grado de inversión denominados en euros. Esta disminución de *spreads* viene acompañada de una clara mejoría en el flujo neto de entrada en fondos de inversión europeos especializados en bonos *high yield*, que registran ya quince semanas consecutivas con saldos positivos.

Además, precisamente por no estar dentro del ámbito de actuación del plan de compras de activos del BCE, los bonos *high yield* no estarán tan expuestos al riesgo de una mayor –si cabe– iliquidez que podrían sufrir las emisiones en un futuro próximo. El BCE, bajo su programa CSPP, puede invertir hasta un 70% del importe de una emisión, con el consiguiente potencial impacto en la liquidez de los bonos, dada la probable decisión del BCE de no poner a la venta posteriormente –al menos no en el medio plazo– las inversiones realizadas. Seguramente, a largo plazo, los inversores acaben considerando que la ausencia de “intervención” directa sobre la demanda y el precio es una característica positiva y diferenciadora de los bonos *high yield*. Y los emisores, dada la posibilidad de financiarse a plazos más largos que en una financiación bancaria, junto con la oportunidad de diversificar las fuentes de financiación, seguirán, probablemente, optando por esta alternativa en el futuro.

Si al presidente de RJR Nabisco le hubieran contado cómo se iba a desarrollar posteriormente el mercado de bonos *high yield* y su importancia en la estrategia de financiación de las compañías, quizá, en lugar de “Barbarians at the Gates”, habría sugerido el término “New Comers at the Gates”. ■

2. LAS FINTECH, INNOVACIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO

Rodrigo García de la Cruz

Director Programa Directivo en Innovación y Tecnología Financiera del IEB
Y Vicepresidente de la Asociación Española de FinTech e Insurtech

FinTech es la palabra de moda en el sector financiero. Pero, ¿qué son realmente?, ¿qué actividades realizan?, ¿cómo impactan en la banca?

Se trata de un término que viene de la contracción de las palabras inglesas *finance* y *technology* y se refiere a aquellas compañías que, basadas en la tecnología, ofrecen productos o servicios financieros alternativos a la banca de forma más eficiente, rápida y con una mejor experiencia de usuario. Se caracterizan porque en muchos casos crean nuevas soluciones que ayudan a innovar y a transformar digitalmente al sector financiero en su conjunto. Por tanto, estas compañías no solo compiten con este sector, sino que también colaboran y son un importante *driver* de innovación y suponen creatividad en el mismo.

A nivel mundial existen más de 15.000 FinTech, aunque es prácticamente imposible determinar cuántas son en realidad y tenerlas a todas localizadas. Durante el 2014 obtuvieron financiación por unos 12.000 millones de dólares y solo en EE.UU. se invirtió más en FinTech, de lo que los propios bancos americanos dedicaron en tecnología para digitalizarse. En 2015 la cifra ha crecido un 75% alcanzando los 22.300 millones de dólares, según la consultora Accenture, habiéndose invertido desde el año 2010 más de 50.000 millones de dólares en casi 2.500 compañías.

La situación en nuestro país es algo diferente a EE.UU. o Inglaterra, los grandes líderes FinTech a nivel mundial, si bien durante los últimos meses esta tendencia parece estar teniendo un importante impulso dentro nuestras fronteras. De hecho, ya durante el año pasado hubo una inversión aproximada en FinTech españolas de unos 200 millones euros y hoy hay más de 120 empresas, número en constante crecimiento, puesto que cada semana aparecen al menos dos nuevas iniciativas FinTech.

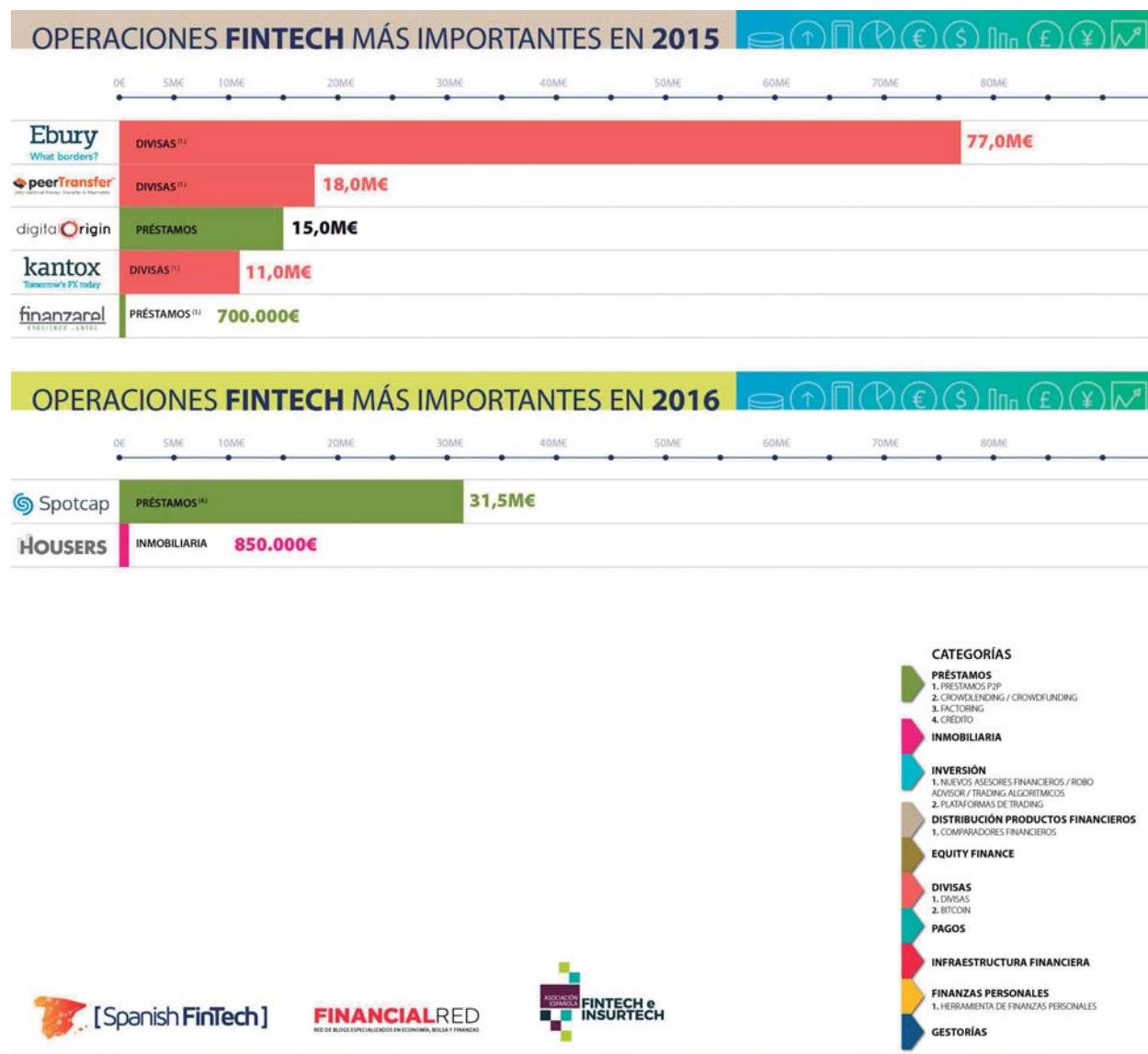
Las operaciones en Fintech más importantes hasta el mes de mayo de 2016 han sido las siguientes:

2015

- **EBury:** 77 millones ronda de ampliación
- **PeerTransfer:** 18 millones ronda de ampliación
- **Digital Origin:** 15 millones fondo Prime Ventures
- **Kantox:** 11 millones de euros
- **Finanzarel:** 700.000 euros de ronda de ampliación
- **Pay-pro:** 310.000 euros de ronda de ampliación

2016

- **Spotcap:** Ronda de Financiación de 31,5 millones
- **Housers:** Recibe 850.000 euros en la ultima ronda de ampliación
- **GoCardless:** recauda 13 millones
- **Elliptic:** 5 millones en financiación

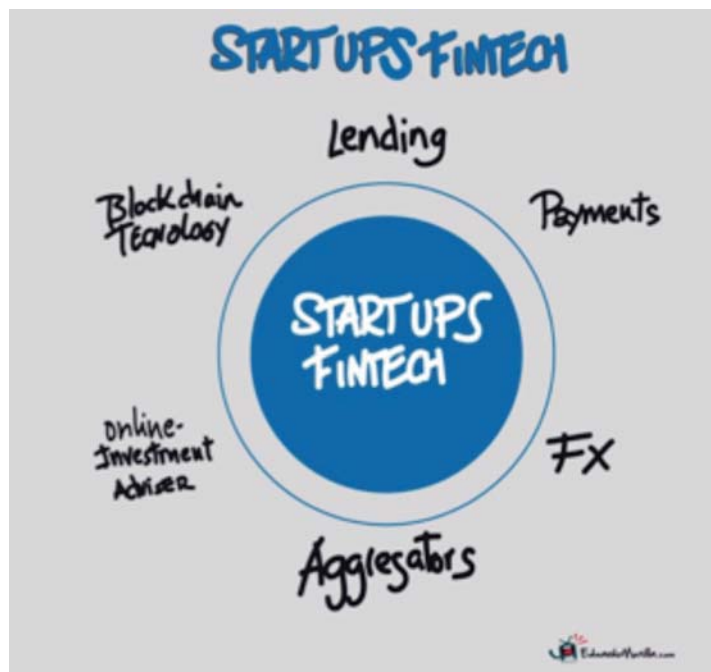


Fuente: spanishfintech.net

En cuanto al tipo de actividades que estas compañías realizan cada día es más variada y especializada. Se podrían destacar algunos sectores como los siguientes:

- **Lending o crowdlending**, que incluyen también la compensación de deudas, *factoring*, *p2p lending*, *lending marketplace*, *direct lending* y Minicréditos. En esta vertical de financiación, también podría incluirse el *Crowd Equity* o *Equity Crowdfunding* para la inversión en el capital de sociedades.
- **Online Investment Adviser o Gestión Patrimonial**, que integra las Plataformas de Wealth Management, Gestores Automatizados o RoboAdvisors, Trading Algorítmico, Social Trading, Microtrading y Crowdfunding Inmobiliario.
- **Agregadores y Asesoramiento en Finanzas Personales** que incluye todo lo relacionado con los PFM (*Personal Finance Management*) comparadores, recomendadores, herramientas de ahorro...
- **Servicios Transaccionales**, que recoge todo lo relativo a transferencias internacionales y cambios de divisa.
- **Medios de pago**, relacionado con pagos vía móvil o utilizando cualquier otro tipo de canales, dispositivos o validación con la huella digital.
- **Tecnología Blockchain**: en la que desde 2012 se han invertido casi 1.000 millones de dólares entre alrededor de 200 Venture Capital en *startups* relacionadas con Bitcoin y su tecnología descentralizada Blockchain.

■ Gráfico 1. Principales actividades del ecosistema FinTech



De todas ellas, el *lending* es el segmento de actividad que mayor impacto puede tener en el negocio bancario. Estas FinTech crean plataformas que se encargan de poner en contacto a prestamistas privados, ya sean personas físicas o jurídicas, con capacidad de financiación con las personas o empresas que la necesitan. De esta forma, crean una nueva forma de ofrecer y conseguir financiación a través de préstamos entre particulares o empresas, evitando la intermediación de los bancos. Las ventajas que ofrece este tipo de financiación respecto a la financiación tradicional son las siguientes:

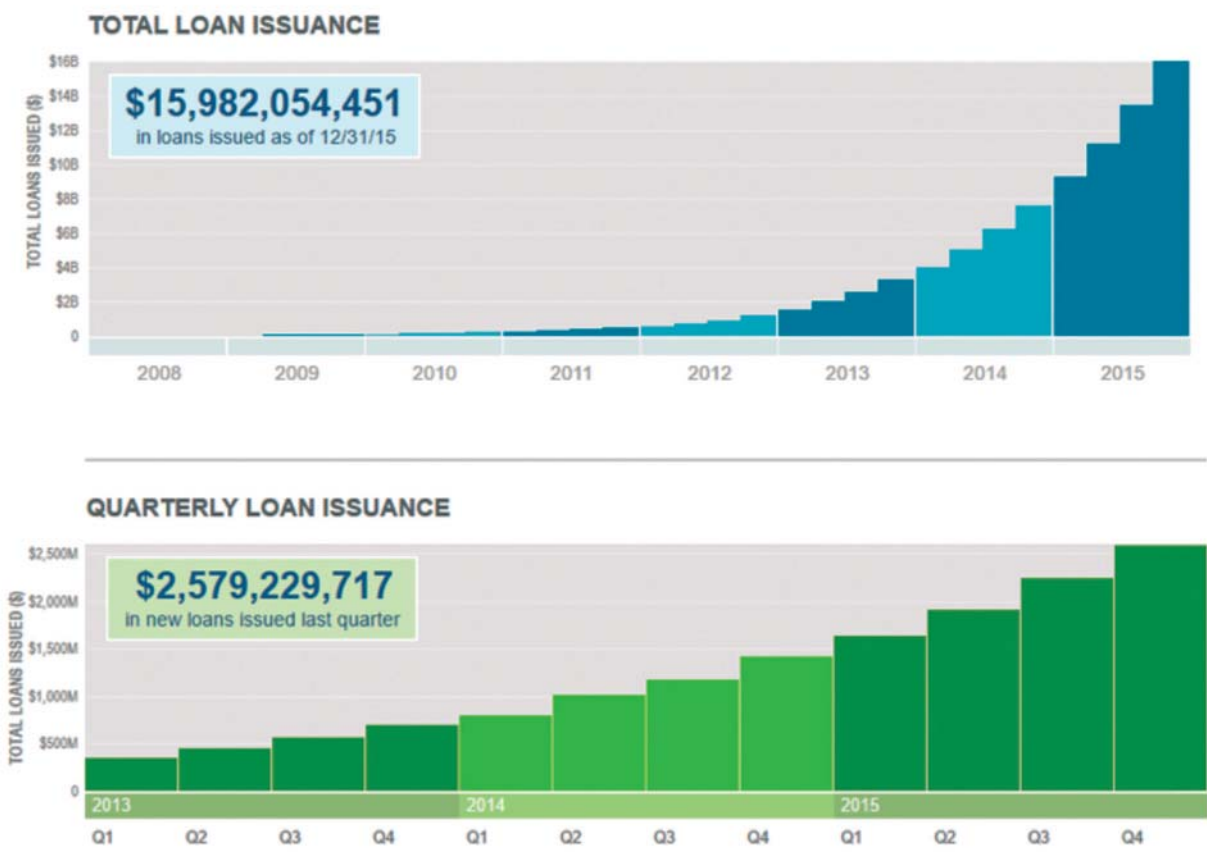
- La financiación se adapta a las necesidades del prestatario y el prestamista sabe a quién presta el dinero y para qué.
- El tiempo de respuesta del *lending* es normalmente muy inferior al tiempo de respuesta de las entidades financieras, por lo que el tiempo que tarda una persona o empresa en conseguir el dinero del préstamo es mucho menor a través del *crowdlending*. Esto se debe al uso de nuevas tecnologías como el Big Data Analytics.
- Permite solicitar la financiación a través de internet, mientras que en el caso de un préstamo tradicional, normalmente es necesario desplazarse a una entidad bancaria.
- Amplía el abanico de receptores de crédito a personas y empresas que no siempre podrían conseguir un préstamo bancario.

El gran referente en *crowdlending* es Lending Club, una compañía creada en San Francisco en el año 2006 y que hoy cotiza en la bolsa neoyorquina NYSE. Según sus últimos datos, ha concedido préstamos por valor de casi 16.000 millones de dólares desde el 2008 hasta finales del año 2015. En el gráfico 2 obtenido de la propia compañía, se puede observar la evolución de esta cifra a nivel acumulado y trimestral.

Pero a pesar de que hay cifras que indican que hasta un 20% del negocio puede estar en riesgo en el año 2020 debido a la ola FinTech, hay muchas voces que defienden el desarrollo de estas compañías desde un ángulo mucho más colaborativo. Crear ecosistemas FinTech a nivel nacional es muy importante puesto que esto genera nuevas empresas, atracción del talento digital y creación de iniciativas innovadoras que podrán convertirse en las mejores aliadas del propio sector financiero. Por este motivo, en febrero de 2016 nació la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEFI), con el objetivo de crear un entorno favorable para el desarrollo de Startups y empresas FinTech e InsurTech en España (estas últimas enfocadas al mundo de seguros). Además, realizará labores de interlocución, comunicación y colaboración con los organismos y agentes relevantes del sector, para fortalecer el crecimiento de su ecosistema.

Es necesario crear un punto de encuentro inclusivo y colaborativo en el que tengan cabida todos aquellos integrantes del sistema financiero, en especial todos aquellos que estén dispuestos a innovar, así como crear un sector capaz de competir con los nuevos ecosistemas FinTech que se están creando en países como Reino Unido, Alemania, Holanda o Suiza. A día de hoy, estos últimos nos llevan bastante ventaja por lo que es necesario acortar distancias y poner a España en el mapa FinTech mundial en términos innovación y tecnología financiera.

■ Gráfico 2. Evolución de los préstamos acumulados y trimestrales de la plataforma Lending Club



Fuente: www.lendingclub.com/info/statistics.action

3. EL GOBIERNO CORPORATIVO Y SU CRECIENTE IMPORTANCIA EN EL MERCADO DE RENTA FIJA

Borja Miranda

Director de Sodali para Iberian & LatAm Markets

Pía Gowland

Directora de Servicios de Renta Fija de Sodali

VISIÓN TRADICIONAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La visión tradicional del gobierno corporativo, viendo a la Dirección de la empresa actuando para y en nombre de los accionistas, mantiene a estos como los principales interesados en el desempeño de la empresa. A los acreedores les atribuye un interés menor, pues entiende que su meta está en recibir el principal y los intereses correspondientes, protegiendo su inversión de una potencial insolvencia a través de las negociaciones de los términos y condiciones de sus acuerdos (*covenants*). La visión tradicional asume también que los bonistas poseen sus bonos hasta su vencimiento¹ y por ende, los derechos derivados de un buen gobierno corporativo se enfocan principalmente en los accionistas. En consecuencia, son muy pocas las situaciones en las que las empresas centran sus prácticas de gobierno corporativo en el cumplimiento de las expectativas de sus acreedores.

Sin embargo, la definición de normas y procedimientos para una adecuada toma de decisión permitiendo a su vez una relación ordenada de los derechos y responsabilidades entre los agentes involucrados con la empresa, tal y como podemos definir al gobierno corporativo, se observa en su conjunto y no solo en el accionista.

Los tenedores de bonos, al igual que los accionistas, invierten, mantienen y desinvierten, creando así un mercado. Debido a que el precio de mercado depende de la condición financiera y operativa de la empresa, y que éstas se determinan a través de la acertada o no toma de decisiones de la Dirección, los bonistas también se interesan por su gestión². Por ende, las expectativas de los bonistas son similares a las expectativas de los accionistas.

1 Schwarcz S., Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World, Duke University School of Law, 2016

2 Schwarcz S., Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World, Duke University School of Law, 2016

LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES ESTÁ CAMBIANDO LA VISIÓN TRADICIONAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO

A nivel mundial, las empresas han aumentado su acceso a los mercados de deuda frente a la opción de financiación mediante la emisión de capital. Las empresas no financieras han elevado su financiación en bonos, pasando de un promedio anual de 730 millones de dólares antes de la crisis financiera del 2008, a los 1,6 billones de dólares en el 2013. Este aumento también se ha reflejado en el número de empresas que optan por los mercados primarios de deuda, pasando de unas 1.250 antes de la crisis, a más de 2.500 en la actualidad³. Sin duda, la disminución de los préstamos bancarios y los bajos niveles de las tasas de interés de los bonos son los principales factores que han influido en este aumento.

Fruto del creciente acceso al mercado de bonos se ha creado una tendencia por supervisar más rigurosamente los contratos de los mismos. El activismo por parte de los bonistas, principalmente llevado a cabo por fondos especializados en identificar posibles incumplimientos con la consiguientemente presentación de “default técnico” ante cualquier violación de los mismos, se realiza con el objetivo de negociar con el emisor un pago compensatorio por el consentimiento de tales modificaciones, o para conseguir condiciones más favorables en los mismos⁴.

En consecuencia y fruto de las expectativas de los bonistas, ciertos tenedores de bonos no limitan su interacción con las empresas únicamente en aquellos momentos difíciles donde pueda requerirse una posible reestructuración de la deuda, sino que participan activamente en la gestión empresarial, forzando a las empresas a priorizar la efectiva aplicación de los derechos de los bonistas.

INVERSORES DE RENTA FIJA RECONOCEN CADA VEZ MÁS LA IMPORTANCIA DE FACTORES “ESG”

“Environmental”, “Social” y “Governance”, en español traducido a ASG (Medio Ambiente, Sociales y de Gobierno corporativo) como factores a considerar necesarios para la creación de valor sostenible⁵.

Los gestores de activo están integrando a los equipos de ASG en los procesos de inversión, en el análisis de riesgos y en la discusión de las prácticas no financieras que podrían tener impacto en el retorno esperado tanto en el corto como en el largo plazo. Esta afirmación procede del resultado de una encuesta realizada con inversores de perfil largo-placista⁶ y con aproximadamente 2 billones de dólares bajo gestión, que confirma el aumento del número de equipos enfocados en los aspectos ASG y por tanto premiando en sus evaluaciones a los emisores transparentes en dichas prácticas.

3 Isaksson Mats *et al.*, Growth Companies, Access To Capital Markets And Corporate Governance, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2015.

4 Celik, Serdar *et al.*, Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance, OECD, 2015.

5 Moret *et al.*, Investor thinking, AXA Investment Managers, 2015

6 Vasantham, K., Director de Relación con Inversores, Entrevistas Sodali a inversores institucionales.

Este cambio estratégico (al integrar la perspectiva ASG) proporciona un conocimiento adicional del contexto y los posibles riesgos asociados de cada emisor. Fruto del cambio, los inversores están en mejor posición para acometer la decisión de inversión y perseguir el cambio que pueda incrementar la protección y valor de sus inversiones. Aunque la posición en acciones pudiera ser mínima, inversores con una fuerte inversión en bonos también buscan discutir y comprender los factores ASG que afectan a sus participadas y, por ende, a sus inversores.

En este aspecto, estudios sobre la materia han demostrado que las empresas con mejores prácticas ASG están mejor posicionadas para obtener mayores retornos⁷ y mejores calificaciones de riesgo (que conlleven menores costes de financiación)⁸. En el lado contrario, podemos encontrar empresas no cotizadas, que por lo general, están menos familiarizadas con las prácticas ASG.

Con el objetivo de disminuir esta diferencia, el pasado mes de abril, la organización mundial PRI (*Principles for Responsible Investment*⁹ traducido *Principios para la Inversión Responsable*), –institución independiente defensora de la inversión responsable y respaldada por Naciones Unidas–, junto con los inversores institucionales tradicionales, han solicitado a las agencias de rating, integrar explícitamente en sus valoraciones los factores ASG¹⁰, frente al análisis implícito que se llevaba a cabo y que no permitía a los inversores considerarlos en su toma de decisión. Argumentan que dicho cambio les permitirá no solo aumentar su confianza en la calidad y utilidad de las calificaciones, sino también identificar las prácticas ASG de los emisores calificados y comprender mejor los posibles riesgos asociados.

En este sentido, el desarrollo del mercado de los llamados *Green Bonds* (Bonos Verdes), que explícitamente buscan determinados niveles ASG¹¹, está colaborando en gran medida a cambiar el sentido de la inversión y las expectativas sobre la misma.¹²

Aunque está claro que la atención a los factores de gobierno corporativo, ambientales y sociales está creciendo entre los bonistas y ciertas empresas, aún falta un largo camino por recorrer para que todos los emisores (especialmente los emisores de deuda) reconozcan la importancia de dichos factores, analizándolos, adoptándolos y comunicándolos fluidamente a sus inversores. ■

7 NN Investment Partners, Study confirms contribution of ESG factors to investment performance www.nnip.com, 2016.

8 Parners, Dror, Corporate governance and Corporate Creditworthiness, *Journal of Risk and Financial Management*, 2014 Ashbaugh-Skaife, H, The effects of corporate governance on firms' credit ratings, Sloan School of Management, MIT, 2006.

9 <https://www.unpri.org/about>

10 <https://www.unpri.org/news/now-is-the-time-to-act-on-esg-in-credit-ratings>.

11 Kaminker, C., Green bond -, Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition – Policy Perspectives, OECD, 2015.

12 Banco Mundial, Artículo "Los bonos verdes están cambiando las expectativas de los inversionistas y facilitando las inversiones sostenibles", 2015.

4. EL ANÁLISIS SECTORIAL DE LA RENTA FIJA CORPORATIVA

Miguel A. Bernal Alonso

Profesor y coordinador del Departamento de Investigación del IEB

La resaca de la crisis, recientemente dejada atrás, ha llevado a poner los ojos de los analistas financieros, gestores, emisores e inversores en la renta fija corporativa o privada. El interés es fruto del derrumbe de los tipos de interés nominales y la búsqueda de rentabilidad adicional, la alternativa a la que anteriormente proporcionaban activos de gran seguridad, hoy en un segundo plano, ante el derrumbe del retorno ofrecido por los mismos. Conviene tener presente, máxime si tratamos un tema relacionado con la renta fija, que la crisis actual es fruto del estallido de una enorme burbuja de crédito, por ello, el tema que aquí se introduce es de gran interés. Precisamente el creciente interés sobre este asunto se ha traducido en una inusitada curiosidad sobre el estudio de la formación de precio de las emisiones cotizadas o si se prefiere conocer y determinar las variables que intervienen, *drivers*, en la determinación del interés con el que el mercado cotiza las emisiones.

En este sentido, tan solo debemos mencionar que, como es bien conocido, el precio de un activo de renta fija se mueve en sentido contrario al movimiento de tipos de interés; es decir, que ante movimientos de tipos de interés al alza, el precio evolucionará a la baja y viceversa. Las personas próximas o interesadas en la formación de precios de la renta fija y su evolución, conocen desde hace tiempo que a través de la duración, incluso mejor, de la sensibilidad –una medida que se calcula en función de la duración–, nos acercamos a conocer y cuantificar cuál será la variación de precios de una emisión ante los movimientos de tipos de interés. Ha sido éste, el denominado y conocido como riesgo de tipo de interés, el cual, valga la redundancia, viene determinado en función de la duración o cuantificación del movimiento de precios en función de la variación de tipos de interés, la principal preocupación de los gestores de las carteras de renta fija.

Pues bien, si hasta el momento algunos gestores de carteras tan solo manejaban el cálculo de la duración como medida agregada del riesgo de tipos de interés, en la actualidad ya no ocurre lo mismo. Hoy más que nunca, gestores y analistas, se interesan por la desagregación y el conocimiento de los *drivers* que forman el tipo de interés que una emisión ofrece a precios de mercado, tal y como se comentaba anteriormente. En este sentido, debe tenerse en cuenta la fuerte tendencia a una creciente inestabilidad de los ratings, especialmente a la baja, así como el interés mayúsculo que despiertan las emisiones *high yield*. No es baladí hoy en día decir que es necesario conocer, el mecanismo de formación del tipo de interés con

la que una emisión cotizará en el mercado o, si se prefiere, la desagregación del mismo, especialmente en la renta fija privada o corporativa. Precisamente, este conocimiento nos permitirá establecer escenarios sobre la evolución de la cotización del precio de la referencia analizada.

Las variables o componentes de la TIR de un bono corporativo, ya sea *investment grade* –desde AAA a BBB–, o *high yield* –por debajo de BBB– son principalmente tres. Estos tres componentes son los que van a determinar el tipo de interés con los que el mercado cotizará estas emisiones. Pues bien, los tres componentes que forman el **tipo de interés de una emisión de renta fija** son:

- **El tipo de interés sin riesgo:** euribor al plazo de la emisión del activo de renta fija si es inferior a doce meses o pagaré; mientras que para los activos de vencimiento superior al año, bonos u obligaciones, normalmente será el *Interest Rate Swap* a ese plazo vigente en el mercado en el momento de su cotización.
- **El diferencial de crédito:** prima de riesgo que incorpora una emisión sobre el mercado interbancario –euribor o IRS, dependiendo del plazo–. Por cierto, que este diferencial como veremos más adelante depende del riesgo país, evolución del sector al que pertenece el emisor, así como la situación de solvencia de la empresa y su previsible evolución futura.
- **Diferencial por iliquidez:** se incorpora solamente para emisiones que ya cotizan en el mercado y que dependen de las propias características del mercado –por ejemplo, si existe la figura de creadores de mercado o no– así como del propio título –frecuencia y volumen de cotización–.

Si tenemos presente que los dos principales factores para la formación del tipo de interés: son el tipo de interés sin riesgo y el diferencial de crédito; los gestores de carteras de renta fija más experimentados hace ya tiempo que no nos vienen hablando de la duración de la cartera, sino que la dividen en dos componentes el *yield duration* y el *credit duration*. Siendo precisamente la determinación del *credit duration* un factor determinante a la hora de estimar el riesgo de crédito para cartera con rating más bajos y más volátiles.

Como he comentado anteriormente, el diferencial de crédito o prima de riesgo de una emisión de renta fija viene fundamentado y determinado por:

- Riesgo país: componente mayoritariamente conocido y estudiado.
- Evolución sectorial.
- Solvencia de la empresa.
- Escenario previsible de evolución del emisor.

Teniendo presente lo anterior, se puede decir que el análisis del sector y sus implicaciones sobre el diferencial de crédito cobra una gran relevancia, así como sus correlación con las empresas que operan en el mismo. En este sentido, debe pensarse que el sector y su problemática influye en una serie de aspectos muy relevantes en cuanto a los ingresos y la salud de las empresas. Se pueden señalar algunos aspectos como:

- Aquel sector donde de forma general se registra una variación de los ingresos, normalmente esa variación es general a todas las empresas. Un claro ejemplo lo podríamos encontrar en la caída del precio de los productos o servicios proporcionados por las empresas y que no se ve equilibrado por un aumento de las ventas.
- También las variación de los costes de producción. Un efecto que suele ser común a todas las empresas del sector. Piensen, por ejemplo, en el encarecimiento de una materia prima necesaria para el proceso productivo.
- Puede añadirse también la estructura del pasivo donde nos encontramos muy frecuentemente con esquemas similares de financiación. Este aspecto cobra además una importancia clave en actividades como la banca o los seguros, donde existe un marco regulatorio para todos. Precisamente en el sector bancario y el endurecimiento del marco regulatorio en cuanto a los recursos propios es quizá el mejor ejemplo de lo que comentamos.
- Los beneficios de las diferentes empresas suelen tener un recorrido muy semejante entre las empresas del sector. Nuevamente el sector bancario es ilustrativo de esta idea.
- Si tenemos en cuenta los beneficios y su tendencia paralela en las empresas, esto influirá también en la autofinanciación de las mismas. Generalmente, los *pay-out* del sector suelen guardar un cierto paralelismo entre las empresas que comparten un sector productivo.

Por cierto, la influencia del sector en la formación del tipo de interés a ofrecer por un emisor tiene una importancia muy alta en la gestión de carteras de renta fija privada, especialmente entre los emisores *high yield*. Como bien conocen los gestores, no solo es necesario diversificar la composición de la cartera por países, sino también por sectores. Incluso habría que añadir en este análisis la correlación e influencia que los diferentes sectores tienen entre ellos. Piénsese como ejemplo la correlación entre constructoras y auxiliares de construcción.

Como ejemplo de todo lo dicho anteriormente sobre el análisis sectorial y su implicación en el tipo de interés de las emisiones corporativas, pueden citarse ejemplos altamente clarificadores y muy recientes. Uno de ellos ha sido el aumento de los *spread* de las compañías extractoras de petróleo, especialmente las de *fracking*. Durante algo más de un año, la caída del precio del petróleo y las implicaciones que tenía en los ingresos de las empresas productoras de petróleo ha sido notable y totalmente generalizado a todos los emisores. Cabe además señalar que precisamente el efecto ha sido mucho mayor si miramos entre las empresas de producción no convencional, *fracking*, el impacto ha sido más elevado dado que el coste de extracción es aún mayor. No puede por tanto extrañar tampoco que la mayor parte de las revisiones de la calificación crediticia realizada por las casas de rating en este sector, haya sido en todos los casos de rebaja de nota o empeoramiento del *outlook*. ■

5. EL IMPACTO DE BASILEA III EN LOS PRESTAMOS DE LA BANCA Y MERCADO DE CAPITALES

Enrique Pérez-Hernández y Ruiz-Falcó

Presidente de Eurocofin

Consejero de Sodali

Profesor del IEB, especializado en Banca

La crisis financiera global surgida de la quiebra de Lehman Brothers dio lugar a una reacción del G20 que encargó al FSB (Financial Stability Board) en Londres y al BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) del Banco de Pagos Internacionales (BIS) en Basilea diseñar un nuevo marco regulatorio. En la UE las recomendaciones de Basilea han sido recogidas con algunos matices en las directivas y reglamentos comunitarios (CRD IV, CRR y BRRD) de aplicación también en España

La crisis financiera internacional y su “transmisión” a las economías reales se debió a muchas razones:

- Excesivo apalancamiento dentro y fuera de balance de muchos sistemas bancarios.
- Erosión gradual del nivel y calidad de la base de capital.
- Insuficientes colchones de liquidez.
- Incapacidad para absorber pérdidas por riesgo de crédito o mercado o por la intermediación de posiciones fuera de balance en el *shadow banking* (sistema financiero en la sombra).
- Amplificación de la crisis por el desapalancamiento cíclico y la interconexión de entidades sistémicas.
- La pérdida de confianza en los sistemas bancarios por sus problemas de liquidez y solvencia se “transmitió” a las economías reales resultando una masiva contracción de liquidez y disponibilidad del crédito.
- Por ultimo, han sido los Estados los que han acudido al rescate (*bail out*) con inyecciones de liquidez, capital y garantías sin precedentes en la historia y con importantes sacrificios para los contribuyentes
- El nuevo marco regulatorio, con normas micro y macro prudenciales (a nivel sistema) y con un calendario de implementación progresiva (*phase in*) hasta el 2019 refuerza las exigencias de capital y liquidez, limita el apalancamiento y establece un marco de resolución donde el *bail out* se sustituye por un esquema de *bail in* (pérdidas han de ser soportadas por accionistas y acreedores en lugar de los contribuyentes).

IMPACTO EN PRÉSTAMOS BANCARIOS

- Los bancos están más y mejor capitalizados pero son menos rentables y se ha restringido la disponibilidad del crédito.
- El ratio de capital *Core Tier 1* (fondos propios con máxima capacidad de absorción de pérdidas, es decir capital y reservas) pasa del 2% al 10,5% para los grandes bancos globalmente sistémicos incluyendo los colchones de conservación de capital y los recargos sistémicos una vez completado el calendario (*fully loaded*); endurecimiento que va acompañado en la ecuación con un numerador más restringido y un denominador más penalizado (activos ponderados por riesgo como derivados *over the counter*, cartera de negociación y titulizaciones).
- La mejor capitalización no se debe tanto a la entrada de nuevos fondos (aumentos de capital o beneficios retenidos) como al desapalancamiento, especialmente el de los activos que tienen mayor consumo de capital.
- La exigencia de más y mejor capital, unido a la política monetaria de tipos 0% y muy moderada demanda solvente (inferior a las amortizaciones) ha reducido el ROE que se sitúa en una media española del 6% (en la zona euro es un 4,5%), con un solo banco que supere los 2 dígitos.
- En España el *stock* de deuda ha bajado de 1,8 a 1,3 billones de euros (2008 a 2015), aunque parece que ha tocado suelo si bien es cierto que los nuevos flujos de crédito son positivos en la mayoría de la tipología de préstamos y créditos (salvo el promotor)
- La banca española cumple holgadamente el ratio *phase in* y prácticamente por completo el ratio *fully loaded* (a plena carga) adelantándose al final del calendario de implementación.
- Los bancos son más líquidos (*liquidity coverage* ratio: corto plazo a 30 días) con activos de muy alta calidad y liquidez pero con una rentabilidad muy baja (hoy casi inexistente); además es una incógnita como cumplirán el ratio estructural de largo plazo (*Net Stable Funding Ratio*) que todavía no está totalmente definido y testado por el BCE.
- Los bancos han limitado su apalancamiento (ratio de ciertos fondos propios /Tier 1 sobre total de activos sin ponderar por riesgo); prácticamente todos están cumpliendo el ratio del 6% pero a costa de reducir el tamaño del balance y afectar a las operaciones fuera de balance que computan al 100% a efectos de su conversión en balance.
- El juego de los distintos ratios (capital, TLAC, liquidez y apalancamiento) incide negativamente, en mayor o menor medida, en todo el espectro de la inversión en el doble sentido de hacer la intermediación menos rentable para los bancos y más costosa para los clientes (al que habrá que trasladar los costes regulatorios):
 - » Mercado interbancario: Concentración y exposición a entidades globalmente sistémicas
 - » Cartera hipotecaria
 - » Crédito al consumo
 - » Préstamos corporativos
 - » Financiación de infraestructuras

IMPACTO EN MERCADOS DE CAPITALES

- Cierre del mercado de titulizaciones (*Asset back Securities*): fue una vía de evacuación de activos y, por tanto, de reducción de consumo de capital durante más de 2 décadas en todo el mundo, pero el tratamiento penalizador que reciben debería modificarse definiendo titulizaciones claras, transparentes y sencillas; ello no ha afectado a los *covered bonds* (*Pfandbrief*, cédulas hipotecarias, *obligations foncières* etc) pues en estos instrumentos no se reduce el capital al responder de la deuda el balance del emisor
- Desarrollo de emisiones bancarias para cumplir con los tramos *Additional Tier 1* (Cocos/ *Contingent Convertible*) y Tier2 (subordinadas); ello responde, no solo a la necesidad de tener fondos propios de esta naturaleza híbrida, sino también al ratio del TLAC (*Total Loss Absorption Capacity*) y el esquema de resolución de la BRRD (*Banking Recovery Resolution Directive*).
- Reducción /eliminación de las carteras industriales de los bancos por el consumo penalizado de capital (en algún caso, viene impuesta por el MOF/ línea de asistencia financiera como Bankia).
- Disminución de las carteras de negociación (*trading book*) especialmente el *proprietary trading* (posiciones por cuenta propia).
- Dificultad de emisión de nuevo capital y deuda a largo plazo *balienable* en condiciones de coste que no deterioren el ROE.

En resumen, el regulador ha conseguido (o está en el proceso de lograrlo) unos bancos y sistemas bancarios más solventes y estables, pero a costa de disminuir la rentabilidad bancaria y unos costes más altos para los clientes; ello a su vez plantea formidables retos para la banca con sus accionistas, como es la consecución de ROEs que cubran el coste de capital, hacer viables y sostenibles los modelos de negocio y recuperar la confianza de los mismos. ■

6. EL PAPEL DE LOS FONDOS PRESTAMISTAS EN LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA

José Luis Riera

Director Financiero de Bravo Capital

La última crisis financiera, gestada en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, se contagió a la economía real a través del canal crediticio. Éste ya venía afectado de graves problemas de liquidez, en un clima generalizado de desconfianza, que presionó al alza los tipos de interés en el mercado interbancario.

Como consecuencia de ello, se produjo un descenso abrupto de la actividad crediticia tradicional, que se trasladó a la economía real dando origen a una crisis económica iniciada en 2008, con efectos demoledores para la economía española. El Producto Interior Bruto (PIB) registró una tasa negativa de crecimiento durante el último trimestre de 2008, y llegó a caer un 4,3% en el tercer trimestre de 2009 en términos interanuales, lo que supone la mayor contracción trimestral de la economía española desde 1970.

La restricción crediticia afectó a todos los agentes económicos, y en particular, a las empresas. Tanto grandes como pequeñas, sólidas y débiles; prácticamente todas las empresas españolas, sin distinción, experimentaron una reducción drástica de la oferta de financiación puesta a su disposición, ya que el sistema bancario, realizó una reducción/extinción masiva de líneas de financiación, primero por falta de liquidez, y posteriormente, por falta de solvencia. Este ajuste alcanzó una dimensión en el entorno del 40% del PIB.

La política monetaria expansiva adoptada por el Banco Central Europeo, a través de sus medidas convencionales y no convencionales, así como la presión regulatoria ejercida sobre el sector financiero, se ha centrado fundamentalmente en resolver los problemas de liquidez y solvencia. Sin embargo, una política monetaria dirigida a promover la expansión del crédito por parte de las entidades financieras, contrarrestada por las presiones regulatorias, que van dirigidas en sentido contrario, genera confusión y no produce los resultados perseguidos; al contrario, es fuente de nuevos problemas.

Por otra parte, la cuestión de la rentabilidad de las entidades sigue sin resolverse, y se espera que provoque una nueva oleada de consolidación en el sector financiero, con una inevitable concentración de límites de riesgo en pocas entidades, que llevará a que alcancen su techo de riesgo frente a sus acreditados (prestatarios) a base de agregar sus exposiciones. Las empresas verán de esta forma, nuevamente mermadas sus fuentes de financiación, ya que hay menos entidades y el riesgo se concentra cada vez en menos jugadores.

En este contexto de nueva consolidación, podemos hablar de una reconversión del sistema financiero, agravado aún más si cabe, por los nuevos operadores Fintech, que compiten en varias áreas de negocio sin la pesada carga de grandes infraestructuras de redes comerciales o servicios centrales. En este nuevo sistema financiero, la financiación alternativa se configura como un elemento clave de la oferta de crédito a la economía. Al igual que es deseable que una economía crezca para mejorar el nivel de vida de sus ciudadanos, también las empresas deben crecer y transformarse en un proceso permanente de creación de riqueza y progreso para sus accionistas, clientes, empleados, etc. Para que esta transformación sea posible, las empresas necesitan atraer capital, tanto en forma de recursos propios como de deuda. Por ello, una oferta de crédito dinámica y cercana a las necesidades de las empresas va a ser un prerequisite para su éxito.

Tomando como financiación tradicional a los flujos provenientes del canal bancario, podemos decir que la financiación alternativa o no tradicional proviene de fuentes no bancarias, y distinguiríamos entre dos posibles tipologías: mercados de capitales públicos y mercado de capitales privados. Así, los fondos prestamistas complementan la oferta de crédito bancario a través de su participación en los mercados de capitales, públicos y privados.

Los fondos, como actores del mercado de crédito, complementan al sistema bancario aportando nueva capacidad para tomar riesgo. La banca, por el contrario, aporta los elementos de transacción y operatividad de la que carecen la mayor parte de los fondos prestamistas. Lógicamente, la alta bancarización de la economía española conduce a un fuerte predominio del sector bancario sobre el *stock* de crédito existente en la economía, que se estima en el entorno del 80%. Esta excesiva dependencia del sector bancario es una vulnerabilidad de la economía española, que progresivamente se irá atenuando a medida que los fondos prestamistas y los mercados de capitales públicos vayan aumentando su participación en el mercado de crédito.

Como en otros procesos de innovación financiera, las grandes empresas han marcado el camino a seguir; y se han aplicado con éxito a la tarea de asegurar sus necesidades de financiación mediante la diversificación de sus fuentes. El IBEX-35 en general, tiene aproximadamente un 50% de su deuda financiera en manos de los mercados de capitales, fuera de los canales bancarios. Es por tanto previsible y también deseable que esta tendencia vaya bajando al resto de las empresas, de manera progresiva pero imparable.

La reapertura de los canales de crédito bancario es una buena noticia para la economía y para las empresas españolas, pero no deja de ser un testimonio del anterior cierre. Y es que el sector bancario en general está sometido a fuertes cambios y vaivenes regulatorios que pueden propiciar un comportamiento errático y volátil de la oferta de crédito, que puede dañar al sector privado, como ya ha ocurrido en el pasado. La financiación alternativa suministrada por los fondos prestamistas es un actor más del mercado de crédito que puede complementar a la oferta de crédito del canal bancario, y aportar estabilidad y seguridad al mercado y a las empresas. ■

LOS AUTORES



José María Capapé

Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis. Profesor del IEB

Actualmente es Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia en el banco de inversión Natixis, donde se incorporó en 2006. Anteriormente trabajó en Londres en BNP Paribas, en el departamento de titulización. Previamente, trabajó en la gestora TDA SGFT y en KPM Consulting. José María es licenciado en Economía por la Universidad Complutense y MBA por IESE Business School.



Rodrigo García de la Cruz

Director Programa Directivo en Innovación y Tecnología Financiera del IEB
Y Vicepresidente de la Asociación Española de FinTech e Insurtech

Rodrigo García de la Cruz es Ingeniero Industrial y licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Valladolid y Executive Master en Dirección de Entidades Financieras por el IEB. Cuenta con más de 15 años de experiencia en empresas como Renault, Banesto, Barclays y Citibank. Además es fundador de la consultora de innovación digital Finnovating. Rodrigo es también el Director del Programa Directivo en Innovación y Tecnología Financiera del IEB.



Borja Miranda

Director de Sodali para Iberian & LatAm Markets

Director de Sodali para Iberian & LatAm Markets. Desde la incorporación en 2006 y tras pasar por Roma y Nueva York, ha participado directamente en más de 100 mandatos de diversa naturaleza (Juntas de accionistas, OPAs, Fusiones y adquisiciones, activismo accionarial, reestructuraciones de deuda, etc) en mercados como Grecia, Noruega, Luxemburgo, Italia, España, Portugal, México y Brasil. Previamente ha sido Manager en Accenture especializado en “Mercados de Capitales”. Borja es licenciado en Dirección y Administración de Empresas por CUNEF.



Pía Gowland

Directora de Servicios de Renta Fija de Sodali

Pía Gowland tiene una vasta experiencia en diversas transacciones en el mercado de capitales. Fue Directora en el departamento de servicios de Relación con Inversores en Capita plc (FTSE 100 en el Reino Unido) y Directora durante 6 años de un grupo especializado en la comunicación con bonistas durante reestructuraciones de deuda. Anteriormente, trabajó en Georgeson Buenos Aires. Algunas de las reestructuraciones corporativas y soberanas notables que ha trabajado incluyen a la República Helénica, República Argentina, República de Uruguay, Santander y BBVA. Pía tiene un MBA con honores de Cass Business School en el Reino Unido y es licenciada en Economía por la Universidad de Buenos Aires.



Miguel A. Bernal Alonso

Coordinador del Programa de Especialización en Renta Fija y del Departamento de Investigación del IEB.

Coordinador del Programa de Especialización en Renta Fija y del Departamento de Investigación del IEB. Licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Master en Mercados Financieros e Inversiones Alternativas por el Instituto BME. Es autor de diversos estudios de investigación económica tales como “comparativa de fuentes de financiación empresarial: EE.UU., Alemania y España”, y coautor del estudio “España, una nueva hoja de ruta para el ahorro”. Participa habitualmente en debates de índole económico en radio y televisión. También colabora en medios de prensa escrita a través de artículos de opinión.



Enrique Pérez-Hernández y Ruiz-Falcó

Presidente de Eurocofín, Consejero de Sodali y Profesor del IEB, especializado en Banca

Enrique Pérez-Hernández y Ruiz-Falcó es licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, es Doctor en Instituciones Internacionales por la Universidad de Ginebra. Fue Director General adjunto en Banco Santander Central Hispano. Es miembro del Tribunal de Trabajos Finales del Executive Master en Dirección de Entidades Financieras.



José Luis Riera

Director Financiero de Bravo Capital

Actualmente es CFO de Bravo Capital, así como responsable de su negocio de financiación estructurada. Bravo Capital es una empresa especializada en financiación alternativa para empresas que opera en España. Anteriormente, fue CFO del Grupo Celistics, compañía multinacional del sector de Telecomunicaciones, y previamente trabajó en las áreas de financiación estructurada en HSBC y Banesto. José Luis tiene experiencia internacional en Asia y América Latina, y es Doctor en Economía por la Universidad Miguel Hernández de Elche, y MBA por la Universidad de Rutgers (Nueva Jersey, EE.UU.).

ENTREVISTAS



**LA INFLUENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO
EN LA SOLVENCIA DE UNA EMPRESA**

-
- 90 ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DEL PRIVATE EQUITY**
José María Revello de Toro, Director del Master de Corporate Finance y Banca de Inversiones del IEB
- 92 EL PAPEL DE LA FAMILY OFFICE COMO INVERSOR CUALIFICADO**
Alberto Alonso Regalado, Director General GRUPO VALÍA
- 94 LOS GREEN BONDS**
Manuel Gómez Gutiérrez-Torrenova, Director General Avangreen
- 96 EL MERCADO EUROPEO DE LAS COLOCACIONES PRIVADAS**
Borja Zamorano, Managing Director Mizuho International plc
- 100 AGENCIAS DE RATING**
Adolfo Estévez, Director de Axesor Rating
- 104 LA INFLUENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO EN LA SOLVENCIA DE UNA EMPRESA**
Valvanera Ulargui, Directora General de la Oficina Española de Cambio Climático
- 110 EL PAPEL DE LOS INVERSORES**
Ana Guzmán, Country Head para la Península ibérica y Head of Business Development de Aberdeen Asset Managers Ltd.- Sucursal en España
- 112 EL IMPACTO DE LAS MEDIDAS DEL BCE EN LA EMISIÓN DE RENTA FIJA**
José Luis Martínez Campuzano, Portavoz de la Asociación Española de Banca (AEB)
- 114 LA IMPORTANCIA DEL MARF PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS**
Gonzalo Gómez Retuerto, Director Gerente del MARF
- 118 SITUACIÓN DE LA EMISIONES EN ESPAÑA**
Javier García-Palencia, Head of Debt Capital Markets N+1
- 122 ESTRATEGIAS DE RENTA FIJA EN EL ACTUAL ENTORNO ECONÓMICO**
Ignacio Guzmán, Director | Senior Investment Manager, Deutsche Bank

A portrait of José María Revello de Toro, a middle-aged man with grey hair, wearing a dark suit, white shirt, and a blue patterned tie. He is standing in front of a wall with a large 'X' logo and several circular emblems. The text 'ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DEL PRIVATE EQUITY' is overlaid on the bottom left of the image.

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DEL PRIVATE EQUITY

JOSÉ MARÍA REVELLO DE TORO

DIRECTOR DEL MASTER EN CORPORATE FINANCE Y BANCA DE INVERSIONES
COORDINADOR DEL PROGRAMA AVANZADO DE ESPECIALIZACIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS DEL IEB

¿Qué alternativas para financiar a una empresa tiene el *private equity*?

La inversión tradicional y más importante para los fondos de *private equity* ha sido, y sigue siendo, la que hacen en el capital de las empresas buscando rentabilidades elevadas, digamos superiores al 25%, en estrecha relación con los riesgos que asumen y con los plazos que se fijan, unos 5-7 años.

Junto a la actividad principal de invertir en acciones, está la inversión en la deuda financiera de las empresas en dos modalidades: subordinada y senior.

La deuda subordinada se conoce como *mezzanine* o financiación entresuelo entre la deuda senior, como la bancaria, y los fondos propios. Se suele utilizar en compras apalancadas (LBO), por sus características de flexibilidad y por permitir obtener mayores retornos (TIR) al capital comprometido en la operación apalancada. Es un préstamo subordinado a la deuda senior con amortización del principal a vencimiento (*bullet*), a plazos superiores a ésta, aunque con posibilidad de cancelación anticipada, y con parte de los intereses capitalizables hasta el vencimiento (*payment in kind* o PIK) lo cual favorece la caja generada por el menor pago del impuesto, por la disminución de la base imponible que producen los intereses devengados pero no pagados hasta el vencimiento. En España destaca Oquendo Capital como especialista en este tipo de financiación.

A partir de 2014 empezaron a operar en España varios fondos creados para prestar dinero en forma de deuda senior aprovechando la oportunidad que la crisis había generado por los problemas de liquidez en la banca y su mayor aversión al riesgo, sobre todo, para empresas de mediano y pequeño tamaño. Estos fondos son Bravo Capital (creado por los fondos estadounidenses Avenue Capital y JZ Capital); Iberian Private Debt (Muzinich y Arcano); Aria Capital Partners (Renta4 Banco y AFI) y la asociación de Bankinter con la gestora de fondos Magnetar Capital y también con Mutua Madrileña.

¿En qué consiste el *direct lending*?

Es la financiación directa en la empresa sin intermediar entidades financieras. Presenta ventajas para el prestamista y para el prestatario, que cuando no tiene el tamaño ni la calidad crediticia que demanda la banca tradicional, encuentra en esta financiación una fuente flexible que se adapta mejor a sus necesidades y a su generación de fondos, con facilidades crediticias más a su medida en cuanto a plazos y con garantías no tan exigentes. Los comités de riesgo que estudian estas operaciones, siendo rigurosos, son más ágiles que los de la banca. Por último, esta financiación no tiene las regulaciones ni la supervisión de los bancos convencionales. A cambio, eso sí, es una financiación más cara. Para un fondo prestamista es una financiación rentable, entre el 7% - 10% para deuda sénior, hecha con un enfoque de cartera y con pequeños equipos especializados en la admisión y seguimiento del riesgo.

¿Ayuda la coyuntura actual a este tipo de financiación en forma de deuda?

En plena crisis (2008-2013) con problemas de liquidez y de encontrar lo que se llama 'demanda solvente', los bancos restringieron bastante su crédito a las empresas, más aún cuando tenían márgenes mejores en la inversión en deuda pública con los fondos provenientes del BCE. Esa coyuntura favoreció en España el nacimiento de los fondos especializados en el 'direct lending'.

En la actualidad, con la política de gran liquidez propiciada por el BCE con foco en la empresa, con bancos bastante más saneados y en fuerte competencia que hace caer los diferenciales, la financiación directa tiene menos incentivos.

¿Qué operaciones ha habido de *direct lending*?

Es un número pequeño. Se ha calculado un mercado objetivo de unas 300 a 400 empresas con un saldo de deuda entre 20.000 y 25.000

millones de euros. La empresa tipo facturaría entre 50 y 300 millones, con Ebitda positivo, pero con problemas de deuda bancaria, aunque lejos de una situación de crisis. La operación típica estaría en un préstamo entre 10 y 20 millones de euros con un plazo entre 5 y 7 años y rentabilidades del 7% o superiores. Para atacar a este mercado surgieron en 2014 los fondos antes mencionados de Bravo Capital, Iberian Private Debt, etc.

En las operaciones de *direct lending* incluimos las hechas por los grandes fondos, como KKR, a fin de que el prestatario pueda reestructurar su deuda sustituyendo otra dispersa en varios acreedores financieros y a distintos plazos. Concretamente, KKR en 2013 facilitó 320 millones a Uralita a un plazo de 7 años para repagar a bancos y bonistas facilitando más tiempo y recursos para desarrollar sus planes de negocio.

¿Cómo puede ser complementario a la financiación bancaria el *direct lending*?

España es un país muy dependiente de la financiación bancaria, se estima que sólo un 25% de la financiación de las empresas está fuera del circuito tradicional de los bancos cuando en Francia y Reino Unido estaría entre el 40% o 50% y en EE.UU. en un 70%. Es decir, que hay bastante recorrido a que las empresas emitan bonos o se financien con prestamistas no bancarios.

Por eso, tiene todo el sentido del mundo la existencia del MARF al que las pymes pueden acceder en unas condiciones regulatorias asequibles buscando inversores institucionales interesados en los plazos y rentabilidades de las emisiones amparadas en un rating de calificación crediticia. Y también tiene sentido una inversión directa de un fondo en una mediana o gran empresa hecha a su medida, con plazos superiores a los que suele prestar la banca pero asumiendo, eso sí, un interés mayor por el mayor riesgo que asume el prestamista. ■

A portrait of Alberto Alonso Regalado, a man with a beard and mustache, wearing a dark suit and a striped tie. He is sitting and resting his chin on his hand. The background is a blurred image of a city skyline.

EL PAPEL DE LA FAMILY OFFICE COMO INVERSOR CUALIFICADO

ALBERTO ALONSO REGALADO

DIRECTOR GENERAL GRUPO VALÍA

¿Cómo han evolucionado los *family offices* en los últimos años de crisis?

Todo depende de cómo fueran sus circunstancias y su posicionamiento anterior a que llegara la crisis, pero, en general, han intentado aprovechar las bajadas de precios en ciertos activos para buscar una rentabilidad atractiva y estrategias de inversión con recorrido los próximos años. Han diversificado especialmente sus actividades empresariales y ocupado espacios económicos muy interesantes que las antiguas corporaciones ya no podían ocupar.

¿Existen oportunidades en este momento en España?

Sí, hay oportunidades muy interesantes, de diferente perfil de riesgo y de sectores específicos.

Por diversos factores España está creciendo a ritmos superiores que su entorno y el desarrollo y posicionamiento, por ejemplo, de su sector hotelero-turístico, por un lado, su sector alimenticio, o su sector exterior, están disfrutando de unos de los mejores momentos de las últimas décadas.

¿Cuáles serían los activos en los que los *family offices* están poniendo el radar?

Desde el punto de vista de mercados financieros hemos visto un “mayor apetito” en nuevas estrategias alternativas más que en una clase de activo u otro. Los volúmenes invertidos en este tipo de estrategias, principalmente de retorno absoluto, se han visto incrementados considerablemente. Dentro de ellas, las que mayores aportaciones están registrando son Long/Short Renta Variable, Long/Short Renta Fija, Market Neutral Renta Variable, Arbitraje de deuda...

Por la parte de actividades ligadas a la economía real, los sectores principales en los que se está poniendo el foco son los sectores más punteros ligados a la tecnología, las nuevas tendencias,

turismo-hoteles, alimentación-bebidas, franquicias de restauración, activos en rentabilidad y desarrollo del sector exterior.

¿En qué medida son importantes los *family offices*, para ayudar a crear un mercado de capitales local (inversores nacionales)?

Tiene una importancia alta, aunque en España el fuerte peso de las entidades bancarias en los proyectos ha provocado que la parte de capital privado fuera poco relevante las últimas décadas. Es previsible que la participación de los *family offices* como inversores o financiadores de proyectos sea mucho más relevante los próximos años unido al crecimiento de la financiación alternativa o *shadow banking*.

¿Qué producto de inversión es el que más se utiliza para asesorar a sus clientes?

Nosotros recomendamos en nuestra EAFI canalizar las inversiones del family office a través de una cartera de fondos de inversión y ETFs.

El objetivo principal de nuestras carteras estratégicas de inversión es la preservación de capital y de ahí aumentar los retornos adaptándose en todo momento a los diferentes perfiles de riesgo de cada cliente o grupo familiar.

¿Cuáles son los criterios de inversión para la cartera de bonos?

Especialmente tener cupones atractivos tanto corporativos como soberanos de corto y medio plazo y no adquirir bonos con altas duraciones. Creemos que hay una cierta burbuja en el mercado de renta fija y estructuralmente no creemos que sea buen momento para la inversión de bonos de la parte larga de la curva.

¿Cuáles son los retos a los que se enfrenta la industria de los *family office* en la actualidad?

Como reto principal vemos que adecuar las estructuras familiares a las demandas de las

nuevas generaciones del grupo familiar es un pilar fundamental en la próxima década. Vemos un cambio relacional importante, desde cómo comunicar (tecnología) hasta muestras de interés en nuevas estructuras de inversión.

Desde su punto de vista como gestor de un *family office*, ¿está volviendo el interés por el mercado inmobiliario?

Sí, es una realidad que llevamos viendo ya desde finales de 2014, y que tanto 2015 como en 2016 ha continuado. Tanto la bajada de los precios de los activos como la mejora en el crédito han ayudado a esta situación.

¿Qué estrategia están siguiendo para obtener rentabilidades positivas, en un entorno de tipos de interés negativos?

Buscamos varias estrategias de valor con riesgo controlado. Por ejemplo vehículos de retorno absoluto con muy baja volatilidad y una generación de alfa muy interesante, activos con una infravaloración que puedan aportarnos rentabilidad en los próximos trimestres o participación en actividades económicas de gran estabilidad y con necesidad de inversión. ■



LOS GREEN BONDS

MANUEL GÓMEZ
GUTIÉRREZ-TORRENOVA

DIRECTOR GENERAL AVANGREEN

¿Qué volumen de negocio mueven los *green bonds* en el mundo?

El mercado de *green bonds* ha experimentado un crecimiento espectacular desde 2010. Los últimos datos fiables sobre un ejercicio completo son los de 2014, con un volumen de emisión superior a 37.000 millones de dólares según datos del Banco Mundial. Un crecimiento cuasi exponencial si se tiene en consideración que el volumen emitido en 2010 fue apenas 4.000 millones de dólares. Es más, las previsiones al cierre de 2015 son superiores a los 65.000 millones de dólares. Por lo tanto, se podría concluir sin duda que asistimos a un *boom* en el mercado de emisión de bonos verdes que, sin embargo, presenta un importante recorrido al alza dado que aún representan un porcentaje muy reducido en los mercados de capital en términos relativos.

¿Qué emisiones cumplen actualmente con los requisitos de *green bonds* en nuestro país?

Los *green bonds* no han tenido de momento un gran predicamento en España. Las emisiones más notorias en el mercado en 2015 fueron realizadas por Iberdrola por valor de 750 millones de euros y Abengoa, que le siguió con dos operaciones por un total de 996 millones de euros. Iberdrola cerrará otra operación importante por valor de 1.000 millones de euros este año. No obstante, en un futuro próximo, las emisiones de bonos verdes por las empresas serán más habituales como instrumento alternativo de financiación destinado a proyectos de índole sostenible. El gran salto podría producirse si el sector público se sumara a estas emisiones como ya sucede en otros países.

¿Existe conciencia en España por este tipo de inversión?

Este tipo de bonos son todavía un vehículo incipiente en el mercado español, pero con un gran potencial. No existe todavía un gran conocimiento por parte de los inversores ni por parte de los potenciales emisores tanto privados como públicos.

Sin embargo, se convertirán sin duda en instrumentos de financiación e inversión de relevancia principalmente por tres razones: su versatilidad (amplio rango de posibles emisores), su transparencia (el objetivo de inversión es conocido) y su impulso en un contexto internacional favorable especialmente tras los acuerdos de la COP21 en París.

¿Qué países son los principales emisores de estos títulos?

Curiosamente, la mayoría de los *green bonds* han sido emitidos por entidades de ámbito supranacional, con especial protagonismo de la banca institucional y los bancos de desarrollo regionales. Del resto de emisiones, EE.UU. y la Unión Europea aglutinan el 75% de las mismas. En la UE, Francia, Alemania y Holanda son por este orden los países más representativos.

¿Qué empresas son las más concienciadas por este tipo de emisiones?

Otra característica llamativa de los *green bonds* es su gran espectro en cuanto a potenciales emisores. Han emitido este tipo de bonos emisores tan variopintos como pequeñas ciudades como Orebro en Suecia, grandes ciudades como Johannesburgo, el MIT de Boston, instituciones financieras como el Banco Mundial y, por supuesto, empresas. Por la propia naturaleza de los *green bonds*, las empresas más interesadas en estas emisiones son aquellas que desarrollan o ejecutan proyectos de un marcado carácter sostenible. Los bonos verdes formarán parte importante en el desarrollo de empresas de ingeniería, infraestructuras, energía y tratamiento de aguas. Como ejemplo, la mayor emisión registrada hasta el momento por una empresa ha sido la efectuada por Suez por valor de 2.500 millones de dólares.

¿Qué rol desempeñan los *green bonds* en la estrategia de financiación de un emisor?

La tendencia en los últimos años nos indica una transición clara desde el sector público o institucional

hacia las empresas. Esta transición implica dos aspectos fundamentales. El primero es que los inversores no institucionales comienzan a interesarse por los bonos verdes, creciendo con fuerza el volumen de inversores potenciales. Como consecuencia, las empresas comienzan también a descubrir el potencial de los bonos como fuente de financiación alternativa y destinada a proyectos específicos. Es en este aspecto donde los *green bonds* pueden jugar un gran papel como fuente de financiación alternativa a los recursos de *equity* y deuda tradicionales.

¿Cómo puede el inversor entrar en este tipo de emisiones?

El funcionamiento es, en esencia, como el de cualquier bono. El inversor entrega una cantidad al emisor, que en el medio-largo plazo se le reintegrará más un determinado beneficio (cupón). La única diferencia con respecto a cualquier otro bono es que con el dinero que depositan los inversores, se financian proyectos de sostenibilidad. En el futuro serán cada vez más comunes este tipo de operaciones ya que el sector financiero y las grandes empresas comenzarán a comercializar bonos verdes a mayor escala.

¿Tiene desarrollo este mercado en España?

Las particulares condiciones del mercado español hacen prever que sí. En España existen grandes empresas con importantes proyectos de marcado carácter sostenible, que son susceptibles de financiación vía bonos verdes. Buena parte de esos proyectos se desarrollan en países donde los bonos verdes se están consolidando rápidamente. Por otro lado, la necesidad de conseguir alternativas a la financiación bancaria en este tipo de proyectos es en sí mismo otro factor dinamizador para los *green bonds*. Tomando en consideración estos dos factores, es difícilmente explicable la brecha existente entre España y países de nuestro entorno como Francia o Alemania. Todo apunta a un importante crecimiento de los bonos verdes en el mercado español en los próximos años. ■



EL MERCADO EUROPEO DE LAS COLOCACIONES PRIVADAS

BORJA ZAMORANO

MANAGING DIRECTOR MIZUHO INTERNATIONAL PLC

¿Cómo están impactando las medidas del BCE en las colocaciones privadas?

En primer lugar, es aconsejable precisar qué entendemos por “colocaciones privadas” ya que con este término se hace referencia a distintos mercados que incluyen tanto las colocaciones privadas tradicionales en el mercado americano USPP (US Private Placement) o europeo PEPP (Pan European Private Placement) como a las documentadas bajo programas EMTN (Euro Medium Term Note).

Aunque las medidas anunciadas por el BCE no discriminan entre colocaciones públicas y privadas, las colocaciones USPP no son elegibles dado que no cotizan y están mayoritariamente denominadas en dólares americanos y no en euros (en lo que llevamos de ejercicio solo el 23% lo han sido en otras divisas distintas al dólar).

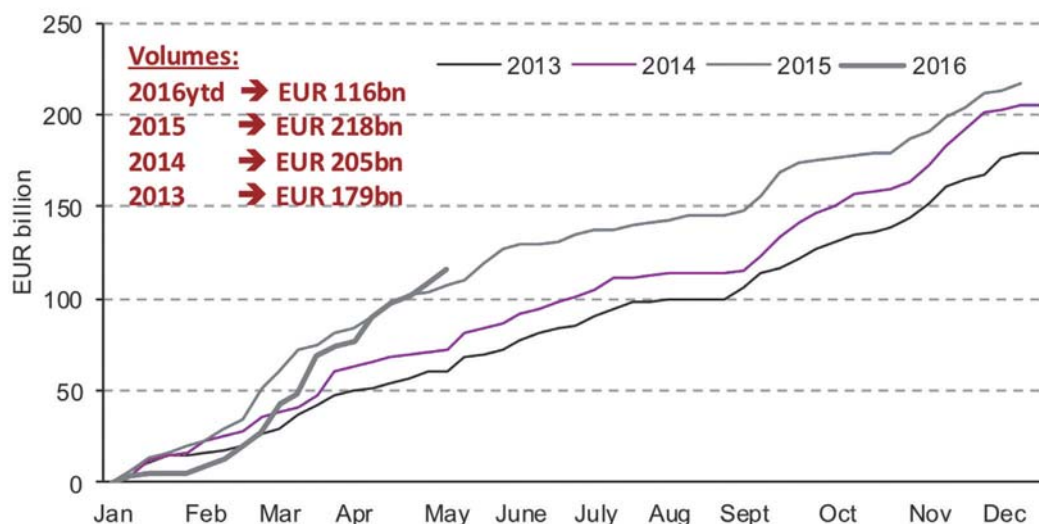
Los volúmenes en el mercado EMTN global han caído un 20% en el primer trimestre a pesar de que las medidas del BCE se anunciaron el 10 de marzo.

En cualquier caso, el mercado de colocaciones privadas representa un porcentaje muy modesto respecto al total de deuda corporativa.

Los inversores van a estar probablemente más inclinados a invertir en emisiones inaugurales públicas en las que puedan conseguir una prima de nueva emisión adicional. Como ilustra el siguiente gráfico, el mercado de emisiones corporativas (no financieras) públicas en euros, ha experimentado un notable crecimiento particularmente una vez se detallaron por parte del BCE medidas más concretas en el mes de abril:

¿Cómo se gestionan las caídas de precios de los bonos y, por consiguiente, el repunte de la rentabilidad, en un entorno de tipos de interés negativos?

Los inversores intentarán buscar rentabilidad a través de la participación en emisiones más



pequeñas, más ilíquidas, de emisores nuevos dispuestos a ofrecer unos diferenciales y primas de nueva emisión más altas. Los inversores busquen más riesgo (las empresas de rating BBB probablemente se conviertan en la opción más atractiva) y a plazos más largos (como se ha evidenciado ya en los meses que llevamos de 2016 con el número de emisiones públicas exitosas a plazos superiores a 10 años), lo que aplanará la curva de tipos de interés. Probablemente las emisiones de híbridos y de capital bancario se beneficiaran también de esta búsqueda de la rentabilidad a pesar de no estar estas categorías incluidas en el CSPP (Corporate Sector Purchase Programme).

¿Qué sectores son los que más están emitiendo en los últimos meses?

En el mercado de USPP durante los cuatro primeros meses de 2016, las “utilities” han representado el 30% seguidas por el sector inmobiliario con un 17%. Este último ha sido el que más ha crecido respecto a 2015 con un incremento del 91%.

En el mercado de EMTN Global, el sector más activo en el primer trimestre ha sido el del automóvil (con USD 2.1 miles de millones seguido por las “utilities” (USD 1.8 miles de millones) con las inmobiliarias en tercer lugar (con USD 819 mn).

En el mercado de emisiones corporativas (no financieras) públicas en euros, el sector más destacado en los cuatro primeros meses ha sido el de telecomunicaciones con un 30%, seguido por el de alimentación y bebidas con un 22% (dada la fuerte actividad de M&A en el sector) con el sector del automóvil en tercer lugar con un 15% de cuota.

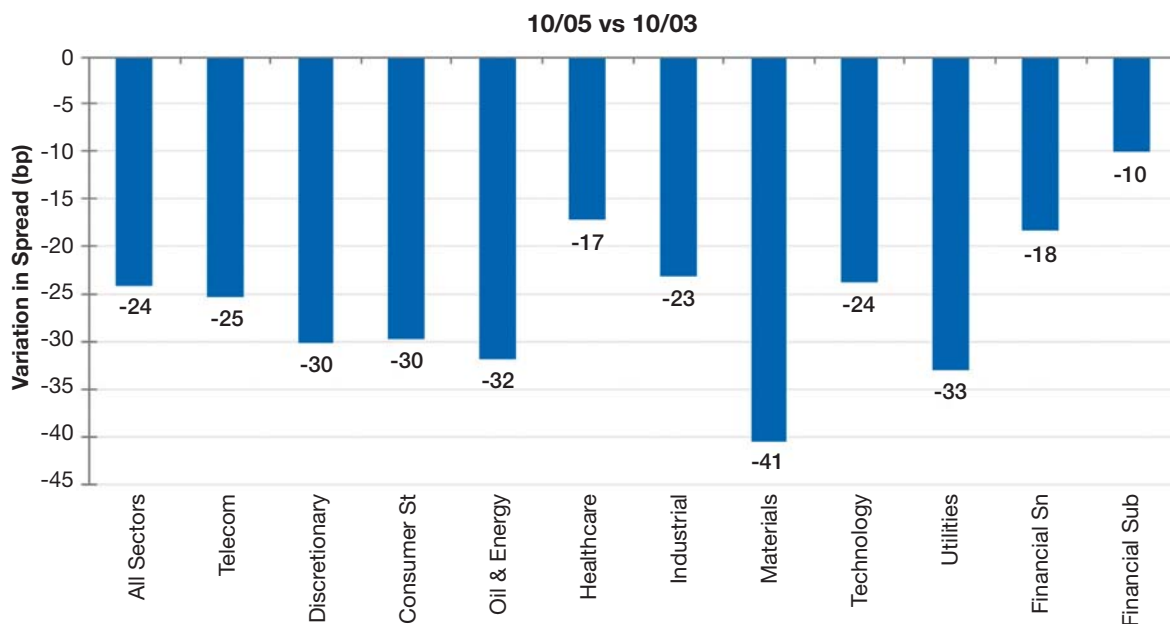
¿En qué medida se han estrechado los diferenciales de las nuevas emisiones tras las decisiones del BCE? ¿En qué sectores ha repercutido más?

El siguiente gráfico obtenido de índices de Bloomberg ilustra el estrechamiento de diferenciales producido desde que se anunciaron las medidas el 10 de marzo de 2016. En él se observa cómo *utilities* y *materials* han sido los

EL MERCADO EUROPEO DE LAS COLOCACIONES PRIVADAS

BORJA ZAMORANO

MANAGING DIRECTOR MIZUHO INTERNATIONAL PLC

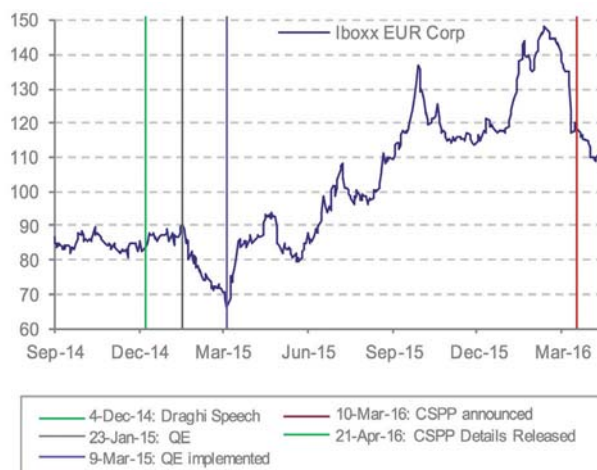


sectores más beneficiados con estrechamientos de 41 y 33 puntos básicos respectivamente.

El gráfico siguiente ofrece una perspectiva de la reacción del mercado de crédito a las distintas decisiones adoptadas desde el discurso de Dragui de diciembre de 2014.

¿Cuáles son los tramos en los se están produciendo mayores colocaciones en este ejercicio?

En el mercado USPP, las colocaciones de más de 7 años han representado en estos primeros cuatro meses un 68% del total (29% del total a más de 10 años).



En relación al mercado de emisiones corporativas (no financieras) públicas en euros, el gráfico anterior ilustra los distintos plazos en los que se ha emitido en 2016 hasta la fecha comparando la actividad con ejercicios anteriores.

¿Qué apetito hay entre inversores institucionales extranjeros para emisiones de compañías españolas de mediana dimensión?

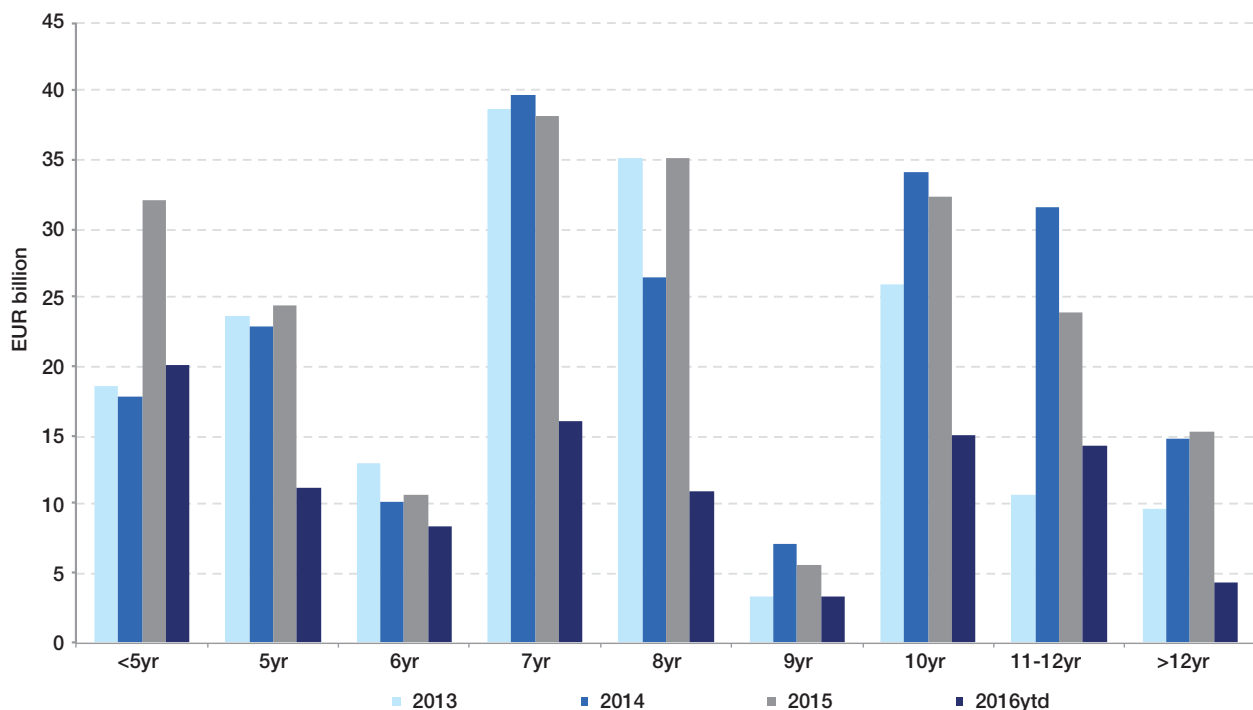
Aunque en el mercado de USPP no hemos visto en los cuatro primeros meses de 2016 ninguna emisión relevante por parte de emisores españoles de mediana dimensión, el interés por parte de los inversores existe.

Las empresas de tamaño medio (desde el punto de vista de la empresa americana) suelen ser las que dominan este mercado. La emisión media en los últimos doce meses del año ha sido de 314 millones de dólares.

Las empresas de mediana dimensión generalmente no recurren al establecimiento de programas de emisión en el mercado EMTN habida cuenta de sus menores necesidades de financiación.

En el mercado de emisiones corporativas (no financieras) públicas en euros, las empresas de rating por debajo de grado de inversión no se van a poder beneficiar directamente de las medidas del BCE que exigen que los valores tengan un rating de al menos BBB-.

No obstante, los inversores en búsqueda de rentabilidades van a mostrar muy probablemente interés en emisiones más pequeñas y de emisores debutantes. ■



A portrait of Adolfo Estévez, a middle-aged man with dark hair, wearing a dark suit, a light blue shirt, and a red tie with a small white pattern. He is looking directly at the camera with a slight smile. The background is a plain, light-colored wall.

AGENCIAS DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ
DIRECTOR DE AXESOR RATING

¿Cómo se determina el rating de una empresa?

Primero de todo, creo que es importante que expliquemos un rating es una opinión independiente de la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones financieras. Axesor Rating tiene una metodología objetiva que aplica en la valoración de una empresa, disponiendo de distintos modelos de valoración en base a las distintas particularidades asociadas a las empresas.

Aunque todos los modelos corporativos comparten un esquema y apartados comunes, también se toma en cuenta los factores propios de cada sector de actividad que permite recoger la especial idiosincrasia de su actividad. De forma general podemos destacar varias áreas de análisis. Para empezar el proceso, es importante primero analizar la trayectoria de la empresa analizada, su estado actual y quizás lo más complicado, su previsión de donde estará en los próximos años. El rating tiene un componente cuantitativo, en base a las cuentas financieras de la empresa analizada, donde se valora entre otros aspectos la rentabilidad, deuda y liquidez de la empresa y otra parte más cualitativa, donde se analizan aspectos como el posicionamiento competitivo, el equipo directivo y el sector donde opera, para determinar su posicionamiento relativo.

El análisis cuantitativo, se centra no solo en los resultados y cuentas financieras que los reflejan, sino en las razones por las que se dan esos números y las probabilidades de cambio en el medio plazo. Un ejemplo podría ser el prever cuáles podrían ser los futuros márgenes de una empresa con márgenes actuales estrechos que van desarrollando productos de mayor valor, por lo que sería razonable incorporar un aumento de márgenes futuros en el análisis, siempre y

AGENCIAS DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE AXESOR RATING

Con el impacto de la crisis en estas compañías, ¿se está produciendo un cambio de mentalidad en las empresas, que buscan una mayor financiación no bancaria?

Esa es la teoría, aunque en ocasiones nos sorprende comprobar que muchas empresas tienen una memoria a corto plazo y muchas de ellas, a pesar de haberlo pasado muy mal durante la crisis, no han diversificado su financiación en los buenos tiempos y vuelven a cometer el mismo error.

Es difícil en un entorno en el que los bancos están siendo especialmente agresivos, tomar una decisión de ámbito estratégico de diversificar fuentes y cambiar el perfil de la deuda de la empresa a una que sea más sostenible en el tiempo (tipos fijos, plazos largos).

Sin embargo, nuestra experiencia es que empresas de primera línea lo están llevando a cabo, aprovechando el excelente momento que viven los mercados de capitales con tipos históricamente bajos.

Estamos convencidos que aquellas empresas que no aprovechen el entorno actual para diversificar su base de inversores, se van a arrepentir en unos años, ya que en nuestra opinión las actuales condiciones de financiación bancaria son difícilmente sostenibles en el tiempo.

Mirando a otros tipos de activos como el *Project Finance*, que tradicionalmente se ha financiado con la banca, pensamos que los mercados de capitales ofrecen una clara ventaja en el

contexto actual, permitiendo casar los flujos del proyecto con el plazo del bono sin necesidades de refinanciación ni de *swaps*, ya que el inversor acepta perfectamente los plazos fijos.

¿Cómo se obtiene el *rating* de una empresa que tiene menos de cinco años de vida?

Como se ha comentado anteriormente, todo *rating* tiene un componente cuantitativo y uno cualitativo. Aunque siempre hay excepciones, de forma general, empresas que llevan pocos años de existencia suelen recibir un análisis más detallado sobre su plan de negocios y su sostenibilidad en el tiempo, ya que una de las variables que explica parte de los fallidos es años en existencia.

Dicho esto, si la empresa logra demostrar que tiene una ventaja competitiva, diversificación de clientes y mercados y un plan de negocios claro, no hay nada en nuestra metodología que afecte de forma rígida al *rating* finalmente otorgado.

¿Existe conciencia de la empresa española de las ventajas de obtener un *rating*?

Primero de todo, la empresa debe de tener claro para qué quiere el *rating*. No todas las empresas que nos piden un *rating* lo piensan utilizar para una emisión de bonos, otros usos muy recurrentes incluyen:

1) Políticas de internacionalización, donde los *ratings* generalmente son requeridos en procesos de licitaciones.

- 2) Transparencia de la empresa de cara a diferentes *Stakeholders*.
- 3) Gestión interna, donde una opinión independiente es valorada por el equipo directivo y/o por los accionistas.
- 4) Negociaciones con sus proveedores de financiación, ya que el haber obtenido un rating como paso previo a una potencial emisión de deuda aumenta el poder de negociación de la empresa frente a estas fuentes.

Afortunadamente, cada vez estamos viendo un mayor interés por parte de las empresas españolas en profesionalizarse y aumentar la transparencia de la empresa y esto implica en muchos casos la obtención de un rating.

¿Cómo ve la evolución de los mercados de capitales en los próximos años?

Según la experiencia que tenemos en el mercado, pensamos que ya no hay empresas españolas de tamaño relevante que no se estén planteando diversificar su financiación hacia los mercados de capitales.

Si ya había argumentos suficientes para plantearse acudir a estos mercados, el anuncio por parte del Banco Central Europeo sobre la inclusión de la deuda corporativa en el programa de compra de activos junto a unos tipos de interés históricamente bajos, está animando a las empresas a aprovechar estas condiciones históricas para finalmente dar el paso.

Es por ello que anticipamos no solo continuidad en la oleada de nuevas emisiones por parte de emisores tradicionales (Telefónica, Iberdrola, Red Eléctrica), sino cada vez más nuevos emisores. Es alentador que debutantes que estuvieron entre los *first mover*, como Copasa y Pikolin, vuelvan a los mercados de capitales para emisiones adicionales para sus necesidades de financiación tanto en el corto como en el medio plazo.

Pensamos que los próximos años veremos más debutantes en el mercado, muchos de tamaño relevante, en la medida que se ha perdido el miedo de emitir gracias a la buena experiencia de los emisores más intrépidos que han liderado las emisiones, y a la gran labor que están organizando los intermediarios del mercado (bancos, asesores registrados, intermediarios financieros) en transmitir tanto los beneficios como las responsabilidades asumidas al emitir bonos. ■

A portrait of Valvanera Ulargui, a woman with curly dark hair, smiling. She is wearing a red textured cardigan over a green top and a necklace with a circular pendant. Her hands are clasped in front of her.

LA INFLUENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO EN LA SOLVENCIA DE UNA EMPRESA

VALVANERA ULARGUI

DIRECTORA GENERAL DE LA
OFICINA ESPAÑOLA DE CAMBIO CLIMÁTICO

¿Cuál es la respuesta de las empresas al cambio climático?

Las empresas están respondiendo de manera muy diversa al reto del cambio climático, pero, en su gran mayoría, las respuestas obedecen a que son conscientes del papel fundamental que juegan en la transición hacia modelos bajos en emisiones, y a la importancia capital, como factor clave para su competitividad, que tiene la integración de la variable clima dentro de sus estrategias de negocio.

Cada vez más estamos observando un sector empresarial más comprometido en la lucha contra el cambio climático que promueve inversiones bajas en emisiones de gases de efecto invernadero que se ha demostrado, reportan beneficios en las cuentas de resultados. Pero además, son conscientes de que aspectos cualitativos como son la sostenibilidad ambiental y social, son también cuestiones clave para su propia sostenibilidad económica. En primer lugar, porque las inversiones en muchos casos revierten en importantes ahorros y beneficios económicos a medio y largo plazo, y en segundo lugar, porque los consumidores, inversores, accionistas, clientes, etc. demandan de manera creciente un comportamiento empresarial que vaya más allá del propio beneficio económico, las empresas están reaccionando para dar respuesta a este cambio.

¿El enfoque sobre el cambio climático genera una ventaja competitiva?

El cambio climático hasta hace poco ha sido visto por el sector financiero y empresarial como un problema meramente medioambiental. Sin embargo, cada vez más se están poniendo de manifiesto sus importantes repercusiones sociales, económicas y financieras, en la salud, en la seguridad etc. Este cambio de perspectiva, que valora la transversalidad de los impactos del cambio climático en todos los ámbitos de nuestro modelo actual de desarrollo, está ayudando a que las

propias empresas integren la variable clima en sus políticas a medio y largo plazo.

En algunos casos, es una cuestión de la propia responsabilidad empresarial a la hora de hacer frente a este reto. En muchos casos, y así debería ser en todas las compañías, el enfoque es doble, por un lado, se realiza una gestión inteligente de los riesgos de una empresa ante la realidad a la que nos enfrentamos en un contexto marcado por el incremento de la temperatura media global. En este contexto, una empresa más resiliente al cambio climático suele ser también una empresa más competitiva. Por otro lado, se están integrando las oportunidades de desarrollar nuevos productos y servicios para otros operadores del mercado, tanto productos que ayuden a mitigar el cambio climático generando crecimiento económico, como productos para mejorar la vulnerabilidad y fomentar una mejor adaptación a los efectos directos e indirectos del cambio climático.

Las evidencias de que los impactos del cambio climático afectan a los resultados empresariales son cada vez mayores. La potencial pérdida de activos por los propios impactos del cambio climático per se, por ejemplo en infraestructuras, o por alternaciones en la cadena de suministro es cada vez más evidente. Estos efectos adversos afectarán también a la valoración de otros activos intensivos en carbono, cuya valoración puede tener que revisarse a la baja en un contexto marcado por un incremento de las políticas activas de lucha contra el cambio climático.

De esta manera, se está observando un importante cambio de actitud dentro de los mercados internacionales y del sector inversor, que cada vez más, trata de buscar activos que favorezcan la descarbonización de la economía. Se está viendo una ola de desinversión en sectores contaminantes, lo que está ya afectando a la valoración de muchas empresas que tienen una elevada exposición al carbono. Esto está llevando a la desvalorización de

ciertos sectores empresariales, debido a un cambio en las decisiones de inversión, hacia la búsqueda de nuevas opciones a las que destinar los recursos, que generen una mayor rentabilidad a largo plazo, en escenarios compatibles con el mantenimiento del incremento de la temperatura media global por debajo de los 2°C, objetivo adoptado en el contexto de la Cumbre de París y que va a requerir de políticas activas a nivel global para la reducción de gases de efecto invernadero. Países como Arabia Saudí, cuyas economías dependen de manera muy importante de los ingresos derivados de los combustibles fósiles, están revisando sus políticas de desarrollo, promoviendo una diversificación energética, que reduzca esta dependencia del petróleo a favor de otras alternativas, tendencia que se está observando a nivel global.

Además, el sector inversor pide mayor información y transparencia de las propias empresas sobre su exposición a activos vinculados con los combustibles fósiles. De hecho, hay en marcha un grupo de trabajo en el contexto del G20 y de la Financial Stability Board del Banco de Inglaterra, presidido por Michael R. Bloomberg, en el que representantes de importantes empresas trabajan para identificar qué tipo de información deberían hacer pública de manera que el sector inversor cuente con datos adecuados que faciliten sus decisiones de inversión.

Todo esto pone de manifiesto un importante cambio de mentalidad y de prioridades en el sector empresarial. Aquellos que sepan identificar este movimiento y posicionarse a la cabeza de este cambio de tendencia contarán con una importante ventaja competitiva en el medio y largo plazo que no es desdeñable.

Además de la parte de los riesgos y amenazas que el cambio climático supone para una empresa, y que por tanto conviene que ésta integre, existe otro componente con un carácter más positivo y es el de las oportunidades.

LA INFLUENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO EN LA SOLVENCIA DE UNA EMPRESA

VALVANERA ULARGUI

DIRECTORA GENERAL DE LA OFICINA ESPAÑOLA DE CAMBIO CLIMÁTICO

La concienciación de la sociedad, y del mundo empresarial en este sentido es clave para abrir nuevas opciones y nichos de trabajo que ofrecerán sin duda importantes ventajas competitivas. Las empresas más verdes, con mayor sensibilidad ambiental y climática, cada vez son más valoradas por los consumidores de una sociedad que avanza y se compromete con el medioambiente. Por otro lado, las inversiones en eficiencia, mejoras tecnológicas, y a fin de cuentas, ambientalmente comprometidas, se traducen en última instancia en ahorros, de modo que sin ninguna duda la apuesta por la acción temprana a favor de acciones que reduzcan nuestras emisiones, nos permitirá situarnos mejor en el mercado y ser más competitivos.

¿Cómo cambiarán las implicaciones del cambio climático en los próximos años?

Los impactos del cambio climático ya se están sintiendo a nivel global y en España en particular, dada la elevada vulnerabilidad de nuestro país a los efectos adversos del cambio climático por su situación geográfica y sus características socio económicas.

Como se ha comentado, para frenar esta situación en el Acuerdo de París la comunidad internacional ha establecido un marco jurídicamente vinculante con el objetivo de limitar el aumento de la temperatura a 2°C o incluso a 1,5°C, siendo este el máximo riesgo climático que podemos permitirnos. Y además, y de manera complementaria, se ha recogido como objetivo político, a alcanzarse a nivel global, la necesidad de mejorar la capacidad de adaptación, de mejorar la resiliencia y de reducir la vulnerabilidad al cambio climático de todos los países del mundo.

Los estudios científicos identifican claramente efectos negativos del cambio climático para escenarios en los que el incremento de la temperatura media global de la tierra supere los 2°C respecto a los niveles preindustriales. Muchos de estos efectos tienen impactos en los sistemas naturales, desde los recursos hídricos, los ecosistemas, o las zonas costeras, pero también importantes efectos en los propios sistemas humanos, tanto en la producción de alimentos, como incrementos en la temperatura, o efectos negativos en la salud, por nombrar algunos ejemplos.

La consideración de un escenario en el que no se tomen medidas contra el cambio climático por parte de los gobiernos no es una opción, ya que los costes de la inacción van a ser en cualquier caso, mayores que los costes de poner en marcha medidas. Éste ha sido uno de los éxitos de París, la voluntad manifiesta y unánime de todos los países de avanzar hacia una economía baja en emisiones. Los planes nacionales de lucha contra el cambio climático que se han presentado hasta ahora, por 190 países en el marco del Acuerdo París, ponen de manifiesto el compromiso cuantificado de cada gobierno. No obstante, todavía no son suficientes para no superar el objetivo de los 2°C, siendo necesarios esfuerzos adicionales por parte de todos los países.

De ahí la importancia de poner en marcha, y de manera urgente, acciones ambiciosas para reducir las emisiones globales de gases de efecto invernadero que vendrán acompañadas de importantes beneficios en términos de creación de empleo, nuevos nichos de inversión, mejoras en

la salud, reducción de la dependencia energética, etc. Es aquí donde se busca movilizar a todo tipo de actores, más allá de los propios gobiernos, que claramente tienen un papel importante que jugar. El sector empresarial en concreto, también tiene mucho que aportar, ya que sin su activa participación las posibilidades de éxito son mucho menores, lo que irá en detrimento de sus propios intereses. Es decir, la lucha contra el cambio climático debe ser una prioridad de las empresas si quieren mantener a medio plazo su propia sostenibilidad económica.

¿Cómo puede una empresa ayudar al cambio climático?

El sector privado es un aliado indispensable en la lucha contra el cambio climático a todos los niveles. En este sentido, el tejido empresarial y productivo de nuestro país ya contribuye, y debe continuar haciéndolo, a impulsar al cambio necesario para transformar nuestro modelo de crecimiento.

El sector empresarial medioambiental español es un elemento de competitividad clave de nuestra economía. A pesar de los efectos de la crisis, las empresas españolas ligadas al sector de las tecnologías limpias han demostrado su madurez, fortaleza y capacidad de adaptación a nuevos retos. Así, España es uno de los líderes mundiales en el desarrollo de la energía eólica y tiene una posición muy relevante en otros sectores asociados al cambio climático, como energías renovables, eficiencia energética, gestión de residuos, transporte, gestión de recursos hídricos, agricultura, silvicultura, etc.

Afrontar la reducción de gases de efecto invernadero y hacer posible la adaptación a los impactos del cambio climático requiere trabajar de forma innovadora, precisamente en estos sectores, en los que las empresas españolas han demostrado tener una larga tradición de excelencia. En todos ellos son numerosos los casos de éxito en los que

nuestras empresas han sabido ofrecer soluciones adaptadas a las necesidades de sus clientes, generando oportunidades de negocio para todas aquellas compañías que participan en las diferentes etapas del ciclo de proyecto, desde la ingeniería y consultoría, hasta la construcción, equipamiento, gestión, financiación o certificación.

De este modo, el sector privado debe tener un papel clave en la lucha contra el cambio climático, y así queremos que sea. En este sentido desde el Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, y en concreto en la Oficina Española de Cambio Climático, trabajamos para apoyar a las empresas generando oportunidades en actuaciones domésticas, que conllevan beneficios tanto en términos de empleo, competitividad, y de reducción de nuestras emisiones, que nos permitirá cumplir en última instancia con nuestros compromisos internacionales.

Por otro lado, a pesar de que el potencial nicho de mercado en sectores asociados al cambio climático es muy amplio resulta necesario consolidar la posición de las empresas españolas ante el crecimiento esperado de la competencia internacional. Esta tarea de consolidación es responsabilidad no sólo del sector privado, sino de la colaboración público-privada. El sector privado debe tomar la iniciativa, asumir riesgos y aprovechar oportunidades en sectores estratégicos. Y desde el sector público, debemos seguir trabajando para crear marcos regulatorios estables que permitan minimizar los riesgos, favorecer la inversión e incentivar la participación privada.

Es por ello, que también trabajamos intensamente en el impulso a su internacionalización, intentando maximizar, por un lado, las oportunidades de obtener retornos comerciales en las inversiones realizadas para cumplir con nuestros compromisos internacionales, y por otro, explorando y trabajando con ellas para

LA INFLUENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO EN LA SOLVENCIA DE UNA EMPRESA

VALVANERA ULARGUI

DIRECTORA GENERAL DE LA OFICINA ESPAÑOLA DE CAMBIO CLIMÁTICO

alcanzar su posicionamiento adecuado en las nuevas herramientas que surgen en el ámbito de la negociación internacional, como sin duda será la puesta en marcha de las contribuciones nacionales que han fijado los países a través de políticas y medidas nacionales.

¿Qué papel desempeña el uso de la tecnología en la estrategia de cambio climático?

El papel de la tecnología y la innovación sin duda es clave para hacer frente al cambio climático. Para abordar este problema necesitamos alcanzar una verdadera transformación de los modelos de producción y de consumo que conocemos, lo que requiere investigación, desarrollo y uso de nuevas soluciones tecnológicas más respetuosas con el medio ambiente y más eficientes. El marco internacional nos legitima para actuar en esta dirección y está promoviendo la implantación de nuevas tecnologías limpias y de sofisticados sistemas de observación y de predicción en todos los países, siendo su conocimiento y difusión de gran importancia.

Afrontar el cambio climático exige la búsqueda de soluciones en numerosos sectores, fundamentalmente en los sectores asociados al consumo de combustibles fósiles y en aquellos más afectados por sus impactos. La generación y el consumo de energía son los principales responsables de las emisiones de GEI (Gas de Efecto Invernadero). El cambio del modelo energético actual ya ha comenzado, y conllevará un impacto económico que la Agencia Internacional

de la Energía valora en 800.000 millones de dólares anuales en el ámbito de la energía renovable y de la eficiencia energética, así, tecnologías que favorecen la eficiencia energética o aquellas que se basan en el empleo de recursos renovables como la eólica, fotovoltaica o solar de concentración pueden acceder a nuevas fuentes de financiación climática.

España es un país bien posicionado en este sentido con numerosos ejemplos de éxito gracias a la innovación y al carácter emprendedor de nuestras empresas. A nivel mundial, España es el segundo país en potencia instalada renovable per cápita. Como ejemplo además, podemos destacar la construcción del mayor conjunto de plantas del mundo, de generación de energía eléctrica con tecnología termoeléctrica de torre central, que se ha llevado a cabo en nuestro país.

Pero la tecnología no sólo tiene un papel en cuanto al consumo de energía, sino que son muchos los ejemplos y en muy distintos ámbitos. Por mencionar alguno, quizás el campo más innovador sería el asociado a las tecnologías de la información y la comunicación (TICs). Las TICs, que hoy en día ya han revolucionado y transformado nuestra forma de vivir, juegan un papel fundamental también en la lucha contra el cambio climático. Se han convertido en un herramienta de aplicación al diseño y gestión en el sector industrial, capaz de garantizar y controlar el suministro energético, y por tanto, capaz de minimizar los riesgos derivados del cambio climático. Del mismo modo, España cuenta con ciudades vanguardistas que usan tecnología inteligente y las ciudades españolas se han

convertido en los últimos años en todo un referente internacional en cuanto a *smart cities* se refiere.

Un último ejemplo, en este caso pensado más en la adaptación a los impactos de cambio climático, podría residir en las tecnologías asociadas al tratamiento de un recurso tan importante como es el agua. El agua es un recurso que asegura el bienestar de la sociedad y del medio que nos rodea y es muy sensible a los impactos del cambio climático. Aquí, por ejemplo existen medidas en marcha en el sector para mejorar las tecnologías y la eficiencia energética en el tratamiento del agua, disminuyendo las emisiones de gases de efecto invernadero asociadas al proceso de depuración, recuperación y abastecimiento.

¿Qué perspectivas tienen sobre la influencia del cambio climático en la solvencia de una compañía?

El cambio climático está ya afectando a la calificación de las empresas en los mercados internacionales, especialmente aquellas que cuentan con activos que, o bien están expuestos a los impactos del cambio climático, o que son vulnerables a los efectos que la lucha contra el cambio climático puede tener sobre su valor en el mercado.

Un ejemplo claro es el del impacto que ya se está observando de acuerdos como el adoptado en París en diciembre del año pasado en importantes sectores empresariales. Dicho acuerdo precipitará la necesidad de poner en marcha, de manera urgente, políticas ambiciosas de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero. (esto ya se dijo). Los mercados internacionales están teniendo en cuenta estos escenarios, que tendrán importantes repercusiones a medio y largo plazo, y valoran cada vez más a aquellas empresas que están siendo capaces de anticiparse a este cambio, diversificando sus políticas empresariales

y promoviendo modelos bajos en emisiones. Cada vez más se está hablando del concepto de los activos inmovilizados, o inversiones perdidas, que son aquellas inversiones que se están dando actualmente, con una vida a largo plazo, y que no tienen en cuenta estos escenarios bajos en emisiones, lo que incrementa el riesgo de que pierdan su valor en los mercados, con la consiguiente pérdida asociada para las propias empresas.

En paralelo, hay una creciente demanda de los inversores internacionales de contar con información clara y transparente sobre la exposición de las empresas a los riesgos climáticos, y de su dependencia del carbón. Esta información va a ser clave para adoptar decisiones de inversión adecuadas que tengan en cuenta los escenarios de reducción de emisiones a los que nos enfrentamos en el medio y largo plazo. Como se ha mencionado anteriormente, este trabajo está ya en marcha en el ámbito del G20 donde se está identificando qué tipo de datos deberán hacer públicas las empresas para dar una imagen completa y real del estado de sus cuentas y sus inversiones y su exposición al cambio climático.

Pero no solo eso, sino que, cada vez, hay una mayor demanda de proyectos empresariales respetuosos con el medio ambiente. Un ejemplo muy claro es el del Fondo Soberano Noruego, que cuenta con un Comité de Ética que, entre otras cosas, rechaza la financiación de inversiones que conlleven emisiones de gases de efecto invernadero. Pero hay cada vez más un movimiento de desinversión en proyectos con una importante carga en términos de CO₂ a nivel global.

Aquellas empresas que sean conscientes de estos cambios y capaces de revisar sus modelos de crecimiento hacia opciones limpias, serán pioneras y líderes en esta transformación y contarán con una clara ventaja competitiva. ■



EL PAPEL DE LOS INVERSORES

ANA GUZMÁN

COUNTRY HEAD PARA LA PENÍNSULA IBÉRICA Y
HEAD OF BUSINESS DEVELOPMENT DE ABERDEEN
ASSET MANAGERS LTD.- SUCURSAL EN ESPAÑA

¿Se ha producido una salida del inversor institucional en estos meses de vacío de Gobierno?

Un escenario de incertidumbre política o inseguridad nunca es positivo de cara a la inversión extranjera. Si bien es cierto que la entrada de capitales no se ha frenado en seco, sí que se han paralizado temporalmente proyectos de inversión a la espera de un panorama más claro. También es cierto que hay determinados inversores considerando la salida del país si la situación no se resuelve o en un periodo de tiempo relativamente corto o hacia un entorno menos favorable para la facilidad de hacer negocios.

¿Qué le preocupa de España al inversor institucional?

Para un inversor institucional la seguridad jurídica y estabilidad política son claves puesto que uno de los principales factores de riesgo es un cambio del entorno regulatorio y fiscal una vez acometida la inversión. También es necesario un mercado de libre formación de precios y transparente donde las transacciones se efectúen conforme a las reglas de libre mercado. En la actual situación todos estos factores se ponen en entredicho.

Por otro lado, es necesario tener una idea de la política económica del próximo Gobierno para entender en qué se gastarán las principales partidas de gasto.

Además, durante el último año y medio se produjo una entrada de capital extranjero que ha hecho que los precios estén más ajustados en determinados activos, por lo que los riesgos asociados comienzan a ser menos atractivos a los precios actuales.

¿Qué perspectivas de inversión se prevén para la segunda parte del año?

España sigue presentando atractivas oportunidades de inversión en determinados sectores.

El entorno de bajos tipos de interés, un euro todavía débil y la relajación de los precios energéticos, junto con el impulso del turismo y del sector servicios deberían apoyar la mejoría económica del país aún a un ritmo menor del inicialmente previsto. La segunda parte del año, si se llegase a un acuerdo de Gobierno estable, podría ser más estable que el comienzo del 2016.

¿Qué tipo de activos son los que prefieren en la actualidad los inversores institucionales?

Los proyectos de inversión en infraestructuras en el segmento *brownfield* (proyectos ya desarrollados) en activos estratégicos y con retornos estables es algo a lo que los inversores institucionales están prestando atención por la rentabilidad extra obtenida a largo plazo y con una gran descorrelación tanto con los mercados financieros como con la economía real.

¿Existe un mayor interés por el mercado inmobiliario?

Durante los dos últimos años hemos visto cómo el inversor institucional ha vuelto a invertir en mercado inmobiliario, sobre todo, en ciudades principales y en proyectos orientados al comercio.

¿Quiere estar el inversor institucional en renta fija en este momento?

¿Qué porcentaje se está asignando a deuda corporativa? ¿Existe recorrido en las carteras para incorporar más bonos corporativos de empresas españolas?

Ante el panorama actual de tipos de interés cercanos a cero e incluso negativos, la renta fija se perfila como una de las inversiones más arriesgadas ante potenciales tensiones de liquidez. No obstante, el plan de compra de activos que está llevando a cabo el Banco Central Europeo, en el que se incluyen bonos corporativos hace que los inversores institucionales sigan teniendo un

porcentaje elevado en sus carteras de este tipo de activo. No obstante, creemos que el recorrido es limitado y la tendencia será a reducir la exposición de manera gradual

¿Cuál sería la cartera ideal de un inversor institucional?

No se puede definir una cartera general apta para cualquier inversor institucional puesto que hay que tener en cuenta variables como el horizonte temporal, perfil de riesgo, requisitos de capital exigidos por la legislación, entre otros. Pero en líneas generales, y siempre con un enfoque global, una cartera tendría que tener entre un 2% y un 5% de liquidez, destinar entre un 5% y un 20% a inversión alternativa, 5%-7% en inmobiliario entre un 20% y un 40% en renta variable y el resto invertido en renta fija, tanto gubernamental como corporativa. ■

A portrait of José Luis Martínez Campuzano, a middle-aged man with grey hair, wearing a dark blue suit, a light blue shirt, and a red patterned tie. He is looking directly at the camera with a slight smile.

EL IMPACTO DE LAS MEDIDAS DEL BCE EN LA EMISIÓN DE RENTA FIJA

JOSÉ LUIS MARTÍNEZ
CAMPUZANO

PORTAVOZ DE LA ASOCIACIÓN ESPAÑOLA
DE BANCA (AEB)

¿Qué opinión le merece las decisiones de política monetaria que está tomando el BCE?

Debo admitir que esperaba que el BCE tomará medidas agresivas en su reunión de marzo. No sólo porque el escenario económico/financiero se había deteriorado de forma reciente sino también para recuperar la credibilidad perdida tras la decepción de finales del año pasado en que el BCE tomó medidas muy limitadas. Pero las medidas tomadas han superado en algunos aspectos mis expectativas, especialmente por lo que se refiere a la introducción de la deuda corporativa con rating grado de inversión en el abanico de compras de activos elegibles.

Sin duda, la autoridad monetaria europea ha querido mandar un mensaje claro al mercado sobre su disposición a luchar contra los riesgos de desinflación y recuperar la estabilidad financiera amenazada en los últimos meses ante el aumento de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Lo dicho: me parecen medidas acertadas. Pero, al mismo tiempo, entiendo que muchos las consideren como ineficaces para luchar contra los problemas de la eurozona. En especial, el débil crecimiento potencial. Con todo, entender estas críticas no significa que las comparta. Así, yo las veo como medidas insuficientes más que ineficaces. Es fundamental que se vean acompañadas de ajustes fiscales y reformas estructurales. Pero esto en la zona euro siempre es difícil.

¿Considera que todavía queda alguna herramienta por aplicar?

Siempre se puede hacer lo mismo, pero de forma más intensa. De hecho, aún espero un nuevo recorte del tipo de depósito y ampliación en el tiempo de la compra de deuda. Pero, es evidente, la política monetaria tradicional de tipos ya está muy limitada. La política no tradicional, compra de papel, sí se puede extender en cantidad y

duración. Por cierto, no contemplo la existencia de política de tipo de cambio. Y a corto plazo al menos parece complicado que veamos una mayor depreciación del euro. El problema en los mercados es que, cuando no caen acaban subiendo.

¿Estima que estas medidas pueden tener calado en la economía real?

Ya lo están teniendo. Los países que las han aplicado como los anglosajones han registrado una mejora económica (pero no sostenible) y menor impacto en los precios de consumo. Con todo, en mi opinión, el riesgo de abusar de ellas con el objetivo de incentivar sólo la demanda es demasiado elevado. Y me refiero no sólo a la posibilidad de generar excesos en los mercados financieros al mismo tiempo que conllevan incertidumbres en los agentes económicos que pueden limitar la inversión y gasto. Por otro lado, es evidente que el BCE no busca aumentar la demanda con estas medidas si no precisamente facilitar el desapalancamiento financiero y luchar contra el riesgo de desinflación. En este caso sí estoy totalmente de acuerdo con aplicarlas.

¿Qué perspectivas vislumbra para la renta fija en este nuevo entorno de tipo?

Aún veo más recortes de tipos en la deuda a medio y largo plazo y primas de riesgo de crédito y soberano, más bajas. Estamos en un mundo donde falta papel, considerando que los bancos centrales se han convertido en demandantes estables de renta fija privada y pública. Por otro lado, mientras el escenario económico siga siendo de progresiva recuperación, no veremos problemas en que este escenario de aplanamiento de curvas en tipos bajos se mantenga. El problema podría surgir en los dos escenarios extremos: que la recuperación económica sea más intensa o que volvamos a una recesión. A corto plazo, en los dos próximos años, no contemplo ninguno de estos dos escenarios.

En definitiva, espero más de lo mismo que hemos visto recientemente en el mercado.

¿Qué activos de renta fija son los más interesantes en este nuevo entorno de tipos?

Quizás le sorprenda mi respuesta, pero prefiero deuda emergente a corto plazo por el castigo recibido en los últimos meses. Pero también mantendría en cartera deuda pública (medio y largo plazo) y corporativa. En definitiva, prefiero más renta fija en este entorno que la renta variable. Especialmente la europea y japonesa. Naturalmente, si los bancos centrales de ambas zonas económicas anuncian que comprarían también bolsa quizás cambie de opinión. Pero no lo espero.

Con las medidas del BCE, ¿cree que es más interesante invertir en EE.UU.?

Es sin duda una buena pregunta. Lo que hemos visto en las últimas semanas es un mayor interés hacia la bolsa norteamericana frente a la europea. Y el margen de rentabilidad vía renta fija también es mayor que en Europa. Además, aunque espero que el euro siga subiendo tampoco veo mucho recorrido adicional en la subida del cruce frente a la moneda norteamericana. Sí, me gustan más los activos en dólares que en Europa. Pero, por otro lado, también le diré que mi horizonte de inversión en estos momentos no va más allá de 3/6 meses. La prioridad sigue siendo gestionar el riesgo. ■



LA IMPORTANCIA DEL MARF PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS

GONZALO GÓMEZ RETUERTO

DIRECTOR GERENTE DEL MARF

¿Qué puede aportar el MARF a la empresa española?

En los dos años que han transcurrido desde su lanzamiento el MARF se ha consolidado como un mercado para que las empresas puedan diversificar sus fuentes de financiación.

Afortunadamente el panorama crediticio español ha cambiado mucho desde el comienzo del MARF en diciembre de 2013 y actualmente hay una mayor predisposición por parte de las entidades financieras a prestar al sector empresarial. No obstante, sigue existiendo una altísima dependencia de las empresas españolas respecto del crédito bancario y esta situación supone una debilidad en los períodos de contracción del mismo como el ocurrido entre 2009 y 2012, en el que muchas compañías se vieron privadas de su principal fuente de recursos financieros y sufrieron por una falta de liquidez que les llevó a situaciones difíciles e, incluso, en el peor de los casos a su cierre por falta de financiación.

Por tanto, en ese objetivo de fortalecer la situación financiera de las empresas vía la diversificación de sus fuentes de financiación, MARF puede contribuir a consolidar la capacidad de financiación del sector empresarial, a apuntalar su solvencia y crecimiento y, de manera agregada, de la economía en general.

¿Qué volumen medio de emisión recomendaría a una empresa española?

El nivel de emisión, y por tanto de endeudamiento de la compañía, dependerá, entre otras cosas, de sus ratios, de su actividad en general, de los proyectos que quiera financiar, de forma que el objetivo de diversificación y acceso simultáneo a distintas fuentes de financiación que se ha comentado

no se produzca en detrimento de una estructura financiera equilibrada.

No obstante, con el MARF se ha conseguido poner a disposición de todo tipo de compañías algo que hasta ahora estaba reservado solo a las grandes corporaciones que tenían la capacidad de emitir instrumentos de renta fija por importes elevados. En la práctica, si no podías alcanzar cifras de emisión superiores a 200-250 millones de euros los mercados de capitales no eran para ti. Ahora es posible acceder a los mercados públicos de financiación para emitir activos a corto, con objetivo de financiar el circulante, o a medio y largo plazo, para activos con mayor vencimiento, por volúmenes mucho más bajos y, por tanto, de forma más fácil para un número mayor de compañías.

¿Además de emisiones corporativas, en qué otras áreas ve recorrido?

Creo que la emisión de *project bonds* es una fórmula de financiación que llega para quedarse. En proyectos que tienen horizontes temporales de vida de 20, 25 o más años tiene todo el sentido que se busque un mejor *matching* entre la vida del activo y el plazo de su financiación.

Aquí los mercados de capitales ofrecen mejores posibilidades que otras fórmulas de financiación tradicionales, e internacionalmente se tiende en mayor medida a financiar los proyectos con emisiones de bonos a largo plazo que con préstamos bancarios, ya que los primeros permiten acceder a una mayor diversidad de inversores y con estructuras más flexibles.

En el MARF hemos registrado ya cuatro emisiones de bonos proyecto por un volumen total de 334 millones de euros para financiación de infraestructuras, como es el caso de autopistas de peaje, y proyectos ligados a

energías renovables, plantas fotovoltaicas, y hay posibilidades de que próximamente se lancen algunas operaciones más.

Por otro lado, uno de los objetivos principales que persigue la Comisión Europea con su plan de “Unión de Mercado de Capitales Europeos”, conocido por las siglas CMU, es reactivar el mercado de titulizaciones, que se paró al comienzo de la crisis, y su finalidad última es eliminar barreras para desbloquear y facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas vía los mercados de capitales.

En Grupo BME disponemos de una larga experiencia en el mercado de Fondos de Titulización, con emisiones registradas cuyo saldo llegó a alcanzar en su momento máximo cerca de 300.000 millones de euros, y siempre hemos pensado que la titulización tenía que jugar un papel relevante también en el mundo de la financiación empresarial. Ya hemos visto algunas operaciones concretas en MARF y, en la medida que se reactive el segmento de titulizaciones, este tipo de instrumentos también debe contribuir positivamente al crecimiento del mercado.

¿Existen casos de empresas que están emitiendo tanto deuda a largo plazo como pagarés a corto plazo en el MARF? ¿es posible sustituir por completo la financiación de los bancos?

No creo que se trate de buscar la sustitución de una fuente de financiación por otra. Al contrario, siguiendo con la idea de los beneficios, robustez y tranquilidad que proporciona disponer de varias fuentes de financiación, la empresa debe investigar todas las alternativas y ver qué ventajas le ofrecen cada una de ellas.

Actualmente hay más opciones de financiación que nunca, además de las consideradas como

LA IMPORTANCIA DEL MARF PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS

GONZALO GÓMEZ RETUERTO

DIRECTOR GERENTE DEL MARF

“tradicionales”, y descartar de antemano alguna de estas posibilidades sin entender qué ofrece a la empresa me parecería poco inteligente.

¿Muchos bancos participan en el MARF como colocadores? ¿Es este mercado beneficioso para los bancos?

Las entidades financieras han jugado tradicionalmente un rol importante en el acceso de las compañías a los mercados de capitales a través de sus departamentos de DCM (Debt Capital Markets), asesorándolas y apoyándolas en el diseño y estructuración de sus emisiones y en la búsqueda de los inversores en el proceso de distribución de los bonos en el mercado. Por este motivo muchos bancos participan activamente como colocadores de las emisiones en MARF.

Bajo mi punto de vista, estamos asistiendo a un cambio estructural en los modos de financiación empresarial, como demuestran más de 40 emisores inaugurales que han emitido en el trienio 2013-2015, la consolidación del mercado *high yield* en España y los 25.000 millones de euros, en media anual, de nuevas emisiones corporativas que se vienen registrando regularmente en los últimos años.

El MARF es un mercado que ofrece la posibilidad a las entidades financieras de proporcionar a sus clientes, empresas emisoras, nuevos servicios de financiación y a los inversores institucionales, a las compañías de seguros, fondos de inversión, gestores

de carteras u otros inversores profesionales, nuevos productos con los que rentabilizar sus inversiones, encauzando la relación entre ambos.

¿Qué estimaciones tienen de emisiones para este ejercicio?

No resulta fácil anticipar previsiones respecto de las emisiones que pueden registrarse en el mercado en los próximos meses. Estamos observando mucho interés por parte de numerosas empresas pertenecientes a distintos sectores económicos por emitir, tal y como nos comentan los Asesores Registrados, entidades financieras y ESIs que están en contacto con muchas compañías analizando distintas posibilidades, algunas de ellas incluso con la documentación en un estado avanzado de preparación, que ven este mercado como un alternativa real y accesible para cubrir sus necesidades de financiación y diversificar sus fuentes financieras.

El año pasado emitió una empresa portuguesa, ¿qué atractivo tiene el MARF para empresas no residentes?

Efectivamente en 2015 registramos un programa de emisión continuada de bonos, estilo Medium Term Note, de Grupo Sugat por un importe de 80 millones de euros.

MARF ofrece a las compañías extranjeras una plataforma ágil en tiempos, económica en

costes y que cuenta con un equipo humano experimentado en mercados de renta fija dedicado a apoyar al emisor y al resto de intervinientes en las operaciones para hacer el proceso de *listing* eficiente y competitivo. De esta manera, los emisores internacionales pueden formalizar y admitir sus emisiones de renta fija en un mercado homologado conforme a la regulación europea, accediendo a los inversores internacionales que requieren que los bonos estén listados y, simultáneamente, a la demanda institucional de bonos corporativos que se ha desarrollado en España en los últimos años.

¿Cuál es la situación del mercado primario en estos momentos? ¿Qué requisitos debe cumplir una empresa que quiera acceder al MARF?

Los mercados primarios de emisión están abiertos y hay un *pipeline* amplio de nuevas emisiones que esperamos que vean la luz durante las próximas semanas.

Las compañías que quieran que sus emisiones se negocien en el MARF deben presentar la información que se recoge en nuestra Circular 1/2015, donde se detallan los documentos que integran el expediente de incorporación. En lo básico se trata de la documentación registral de la sociedad emisora, sus estatutos, los acuerdos de emisión, sus estados financieros de los últimos ejercicios y un Documento Informativo de Incorporación en el que se detallan las características de los valores que van a ser objeto de negociación en el mercado. El trámite de presentación de esta documentación y la incorporación de las emisiones al MARF se coordina con la compañía emisora y su Asesor Registrado para garantizar el cumplimiento de las fechas que se han fijado en el calendario de colocación. ■



SITUACIÓN ACTUAL DE LAS EMISIONES EN ESPAÑA

JAVIER GARCÍA-PALENCIA

HEAD OF DEBT CAPITAL MARKETS N+1

Dado el año de turbulencias que estamos viviendo, ¿cómo ve el mercado si una empresa quiere salir a emitir?

El mercado de bonos y colocaciones privadas para MidCaps en España tuvo un principio de año en 2015 muy bueno, seguido de un cierre completo de los mercados tras el verano. Hemos tenido un principio de año interesante, en el que hemos realizado colocaciones privadas y un nuevo bono emitido en el mercado MARE. Aislado un potencial resultado negativo en las elecciones españolas del próximo junio y la potencial salida de Reino Unido de la Unión Europea, prevemos una segunda parte de 2016 positiva para los mercados de bonos y colocaciones privadas.

¿Por qué las emisiones preferidas de las empresas son los bonos y pagarés?

Son una fuente alternativa de financiación muy atractiva para las empresas españolas. Se trata de un mercado que acaba de empezar y ya cuenta con un volumen de colocaciones importante. Estos mercados llevan en funcionamiento más de 50 años en EE.UU. y representan la principal fuente de financiación de las empresas americanas. Lo mismo ha sucedido en el resto de Europa, donde las compañías en Francia y Reino Unido ya utilizan estos mercados de forma recurrente, como complemento a la financiación bancaria.

España ha sido históricamente un país muy bancarizado, en el que las empresas han accedido a la financiación bancaria con unas condiciones y unos costes muy competitivos, de manera recurrente. La crisis y el proceso de consolidación bancaria, que se ha producido en España en los últimos años, han reducido considerablemente el número de participantes y la liquidez disponible para las empresas. Durante 2015 los bancos volvían a entrar en una guerra de precios para conseguir cuota de mercado, prestando a las empresas españolas en condiciones muy agresivas, si lo comparamos con el resto de países de la Unión

Europea. Esta tendencia se ha reducido durante la primera parte de 2016, ya que muchas entidades están ya pensando en Basilea III para el cálculo de la rentabilidad de las operaciones.

La crisis, por otro lado, sirvió para demostrar que diversificación de las fuentes de financiación no significaba tener un *pool* de bancos amplio, sino contar con distintas fuentes de financiación en mercados alternativos, como pueden ser los bonos, los pagarés o las colocaciones privadas. Muchas empresas tuvieron serios problemas para financiar planes de crecimiento durante la crisis, ante la incapacidad de la banca para financiar este tipo de operaciones. Otras empresas tuvieron bajadas de facturación transitoria, propiciada por la crisis, y tuvieron que asumir reestructuraciones importantes ante la imposibilidad de afrontar las amortizaciones de la deuda. Muchos CEOs de empresas con las que hablamos, no quieren poner el plan estratégico de su empresa para los próximos cinco años en manos de la liquidez bancaria y han optado por empezar a diversificar sus fuentes de financiación, con instrumentos más flexibles como son los bonos y los pagarés. Como me dijo un día un CEO de una empresa española: “Si tengo diversificación de proveedores, países y clientes, ¿por qué tengo que depender de un mismo proveedor de liquidez?”. A los dos meses, estábamos emitiendo un bono para su empresa, diversificando de esta manera sus fuentes de financiación.

¿Qué tipo de emisión le recomendaría a una pyme española en este momento?

Depende mucho de la industria, el sector, su estructura de capital y los planes de crecimiento que tenga en el futuro. Como norma general, recomendamos a las empresas diversificar una parte de su deuda a largo plazo. El acceso a los mercados de capitales es un paso importante para las empresas y, por eso, consideramos que hay que empezar con operaciones pequeñas y controladas. El formato que siempre utilizamos desde N+1 es el de colocación privada con

posterior listado en un mercado regulado. Mediante esta fórmula, se evita riesgo de mercado y se conoce de antemano el apetito inversor por la compañía y las condiciones de la emisión. Las empresas tienen un miedo inicial, ante el desconocimiento del mismo. Por ello, siempre recomendamos que hablen con los responsables de las empresas que hemos colocado, para que sean ellos quienes expliquen el proceso y mitiguen este riesgo percibido de los potenciales emisores.

En términos porcentuales, recomendamos realizar una emisión de bonos de como máximo el 50% del total de financiación a largo plazo de la empresa. Consideramos que los bancos son un *partner* necesario e importante y por tanto conviene que sigan manteniendo una buena relación con ellos para el futuro. Los bancos por otro lado (sobre todo los departamentos de riesgo, ven las emisiones de bonos de manera positiva, ya que consideran que la empresa tiene una fuente alternativa de financiación sólida y a largo plazo). Con las emisiones de bonos, no solamente las empresas consiguen diversificar y mejorar su estructura de capital, sino que mejoran de manera inmediata su perfil crediticio ante los bancos.

Estamos viendo muchas empresas que quieren financiar un plan de crecimiento a través del mercado de capitales. En este caso, consideramos que se pueden realizar emisiones *ad hoc* para financiar dicho crecimiento. Estos bonos ofrecen la posibilidad de financiación a largo plazo *bullet*, que encaja perfectamente con el periodo de maduración de estas inversiones, evitando amortizaciones durante la vida de la misma, que muchas veces no tienen sentido financiero.

¿Hay apetito del inversor institucional por emisiones de renta fija en el MARF?

El mercado MARF solamente permite invertir a inversores institucionales (profesionales). La razón de esta limitación está en evitar que este papel termine en manos de inversores no cualificados.

SITUACIÓN ACTUAL DE LAS EMISIONES EN ESPAÑA

JAVIER GARCÍA-PALENCIA

HEAD OF DEBT CAPITAL MARKETS N+1

Dentro de los inversores institucionales, hemos visto un incremento considerable de bancos (mesas de tesorería) invirtiendo en los bonos que colocamos en el MARF. Estas mesas consideran que se trata de un producto interesante, con una buena documentación (informe de rating, presentación a inversores y folleto de emisión), muy superior en muchos casos a la obtenida en contratos de financiación tradicionales.

¿Cuál debería ser la estructura idónea de deuda de una empresa mediana española? ¿Y su apalancamiento?

La estructura de deuda idónea, depende de muchos factores. Entre ellos el sector, el mercado en el que opera, los márgenes y el ciclo inversor en el que se encuentre. Empresas con márgenes altos (margen EBITDA) y diversificación geográfica, por producto y cliente, pueden permitirse niveles de apalancamiento superiores. El momento inversor también es determinante. Si la empresa necesita realizar una inversión potente en una fábrica o va a realizar una compra estratégica, puede apalancarse durante un periodo de tiempo determinado, a niveles superiores a los habituales.

En cuanto a la estructura, debería de financiar los activos a largo plazo con deuda a largo plazo, y el corto con líneas de circulante. Parece algo lógico, aunque muchas empresas no aplican este concepto, accediendo a financiación “barata” a corto plazo para financiar los activos a largo plazo. Consideramos que hay muchas empresas en las que parte de su circulante debería de financiarse también a largo plazo, ya

que un porcentaje es recurrente año tras año y por tanto debería de financiarse con deuda a largo plazo.

Dentro de la deuda a largo plazo, consideramos que una parte de la financiación de todas las empresas, debería financiarse con deuda a largo plazo, *bullet* y con *incurrence covenants*. Estas estructuras de financiación solo pueden conseguirse a través del mercado de bonos y colocaciones privadas. Este tipo de financiación puede evitar problemas futuros (de bajada de facturación) y evitan una salida importante de caja, que pide la financiación bancaria a través de las amortizaciones de los préstamos. Los bonos por el contrario, no amortizan.

¿Qué diferencias observa entre el MARF y otras plataformas europeas de este tipo? ¿Qué echa en falta en la española?

El MARF está evolucionando de forma muy positiva desde su inicio hace pocos años. Se trata de un mercado ágil y flexible, en el que sus responsables se vuelcan para conseguir que las operaciones se coloquen en un tiempo record. Esto no dista mucho de otros mercados europeos, como puede ser el GEM Irlandés.

Como punto a mejorar, el mercado MARF necesita darse a conocer en Europa. Desde N+1 hemos intentado que inversores internacionales participaran en operaciones de bonos MARF. Hemos conseguido que alguno entrara, pero la realidad es que MARF necesita darse a conocer entre inversores internacionales, para que estos puedan invertir sin problema y dediquen su tiempo a analizar la compañía en la que van a invertir y no en entender el mercado.

¿Qué oportunidades ve en el mercado portugués en este momento?

Desde N+1 realizamos durante 2015 la primera colocación de bonos de una empresa extranjera en el MARE. A partir de este hito, hemos recibido múltiples llamadas de empresas portuguesas que están interesadas en acceder a este mercado para diversificar sus fuentes de financiación.

El mercado portugués no ofrece un producto tan completo como el MARE y, por tanto, las empresas de este país ven este mercado como una buena oportunidad para diversificar fuentes de financiación a la vez que acceden a inversores distintos a los portugueses, mitigando su riesgo de refinanciación futuro.

¿Cómo ha evolucionado, en promedio, el riesgo de crédito de las empresas españolas y su solvencia en los últimos años?

El promedio de las empresas españolas con las que trabajamos ha mejorado considerablemente su perfil crediticio en los últimos 5 años. Esto se debe principalmente a la apuesta por la diversificación geográfica que han realizado la mayoría de las empresas españolas en los últimos años. Por otro lado, la crisis ha obligado a muchas empresas a mejorar su productividad a través de una estrategia centrada en la contención de costes y racionalización de los servicios. Por todo ello, considero que estas empresas están en un momento inmejorable para crecer no solo en ventas, sino en márgenes y por tanto en generación de caja.

Como coordinador y colocador en la emisión de Sugal en nuestro país por 80 millones, ¿cómo valora su experiencia? ¿Por qué cree que una empresa extranjera ha querido colocar en el mercado español?

Sugal es una de las historias que nos gusta contar. Se trata de una de las mejores compañías que he visto en los últimos años, no solo por el producto que

ofrecen sino por el *management* de la compañía. Sugal fue una de estas empresas que tuvo que aparcar los planes de crecimiento durante muchos años por la crisis de los bancos portugueses. El *management* de la compañía decidió que esto no le podía volver a ocurrir en el futuro y optó por diversificar sus fuentes de financiación en el mercado español. La compañía tiene una fábrica en España y una parte importante de sus ventas internacionales se producen en España. Por ello eligió el mercado español para realizar el proceso de diversificación de sus fuentes de financiación.

El bono de 80 millones Sugal no sólo fue el primer bono de una compañía extranjera en el MARE, sino que fue el primer programa de bonos emitido en este mercado. La compañía consiguió no sólo diversificar sus fuentes de financiación a través de una primera emisión de 42 millones, sino tener la posibilidad de emitir en el futuro con plazos de entre 3 y 10 años.

¿Cree que podríamos ver más casos de este tipo?

Desde N+1 estamos trabajando en nuevas operaciones, no sólo con compañías españolas y portuguesas, sino con compañías europeas que están pensando en acceder a este mercado. Nuestro objetivo es el de poder colocar empresas de cualquier país en el mercado MARE. Para ello necesitamos incrementar la base inversora y seguir generando confianza con colocaciones de perfiles crediticios buenos y nombres conocidos como es el caso de Pikolin o Sugal. ■



ESTRATEGIAS DE RENTA FIJA EN EL ACTUAL ENTORNO ECONÓMICO

IGNACIO GUZMÁN

DIRECTOR | SENIOR INVESTMENT MANAGER,
DEUTSCHE BANK

¿Qué recomendación daría en un entorno de tipos como el actual?

Desde nuestro punto de vista, recomendamos mantener una sobreponderación en crédito en general, si bien nos inclinamos por la renta fija corporativa, tanto *investment grade* como *high yield*. Por zonas geográficas, nos sentimos más cómodos en Europa, básicamente por dos razones: por un lado, las compras del BCE, van dar un tremendo soporte al mercado, reduciendo aún más los diferenciales sobre la deuda pública y generando una menor volatilidad; y en segundo lugar, el sector de la energía y materias primas tiene poca representación en los índices de crédito del Viejo Continente, por lo que el número de *defaults* en estos sectores será mínimo.

Por el contrario, el mercado americano, que aunque está más expuesto al sector de la energía (13% del total de los índices de crédito), ofrece unas rentabilidades muy superiores a las europeas, y además la previsión de Deutsche Bank del cambio euro dólar USD es de 1,05 para los próximos doce meses, por lo que sí tendríamos una parte de la cartera en la renta fija USA. Además al ser un mercado menos líquido en algunas emisiones, genera la existencia de una prima de iliquidez, con lo que conseguimos un doble *pick up* de rentabilidad.

¿Cómo se obtiene beta en una cartera de renta fija en el actual entorno de tipo negativos?

Creemos que en el entorno actual de tipos tan bajos, tiene mucho sentido invertir en bonos *high yield*, especialmente a través de fondos de inversión frente a la inversión directa, por los riesgos y menor liquidez que ésta conlleva.

Además podemos incrementar la beta de la cartera utilizando fondos flexibles que incorporan distintas estrategias y que cuentan con especialistas por cada tipo de activo (gestión

de la duración, valor relativo y *long short*, gestión de la divisa, etc).

Por otro lado, como decíamos en el apartado anterior, el mercado está exigiendo una mayor prima a las emisiones menos líquidas, por lo que una estrategia que recomendamos es comprar a vencimiento ciertas referencias de elevada calidad crediticia, aunque con volúmenes de emisión pequeña, lo que incrementaría la beta de la cartera.

Otra opción para incrementar la beta de la cartera sería incorporar bonos flotantes, especialmente en dólares, para aprovecharse de una posible subida de tipos en EEUU.

¿Qué perspectivas tiene para la renta fija en la segunda parte del año?

Analizando el actual entorno económico, vemos una ligera subida de las tires de los bonos de Gobierno, pero por el contrario, en crédito y *high yield*, seguimos viendo reducción de *spreads*, si bien lo lógico es que haya momentos de elevada volatilidad, como, por ejemplo, la que vivimos semanas después del Brexit y en USA, dependiendo de la velocidad de la subida de tipos y de cómo se resuelvan las elecciones.

Habrà que seguir muy de cerca los indicadores macro y los beneficios empresariales, porque si hubiera una mejora del escenario bursátil, podría haber un trasvase de bonos a bolsa, lo que provocaría descensos en los precios de la renta fija, aunque no creemos que sean de mucha cuantía, teniendo en cuenta el programa de compras del BCE.

¿Cómo impacta en la cartera el posible desacoplamiento de las políticas monetarias entre Europa y EEUU?

Habrà que estar muy atento a la política monetaria de la Reserva Federal. Según se anuncien o descuenten subidas de tipos, podemos ver un trasvase de bonos en euros

hacia emisiones en dólares, lo que puede generar minusvalías en algunas carteras y un aumento de la volatilidad de las mismas.

Por el contrario, esas subidas de tipos pueden provocar que se aprecie el dólar, lo que provocará que ciertas carteras se beneficien del aumento de valor de la divisa, y si además, tienen bonos flotantes en dólares, también verán incrementar sus cupones en la moneda americana.

No obstante, una subida del dólar puede penalizar el precio del petróleo y de las materias primas, lo que podría ocasionar una ampliación de *spreads* en bonos ligados a energía o *commodities*, especialmente en Estados Unidos.

¿Qué recomendaría dentro de la renta fija con este actual panorama?

Con este panorama internacional, nosotros recomendamos sobreponderar la inversión en crédito y *high yield*, a través de la inversión en fondos de *high yield* y crédito global, fondos flexibles, y fondos con reparto de dividendo, y aprovecharíamos para aumentar la exposición en bonos en dólar, ya que vemos una apreciación de la moneda americana, e incluso compraríamos una parte en emisiones en libras, ya que creemos que se han exagerado los efectos del Brexit, y hay algunas emisiones que cotizan a niveles muy interesantes.

¿Hay apetito inversor para emisiones de empresas de mediana dimensión?

Sí que hay mucho apetito para la inversión en empresas medianas, ya que se puede obtener unas mayores rentabilidades, pero a cambio de una menor liquidez. Pero es necesario realizar un análisis exhaustivo de la calidad crediticia del emisor, para evitar riesgos, y por ello es recomendable la inversión a través de fondos de inversión que pueden diversificar las carteras combinando emisiones de *small* y *mid caps*, y que

ESTRATEGIAS DE RENTA FIJA EN EL ACTUAL ENTORNO ECONÓMICO

IGNACIO GUZMÁN

DIRECTOR | SENIOR INVESTMENT MANAGER, DEUTSCHE BANK

cuentan con equipos de análisis especializados en este tipo de compañías.

¿Cree que se volverá a abrir el mercado de cocos?

Sí, seguirá habiendo nuevas emisiones, debido al endurecimiento de la regulación bancaria, que exige un mayores necesidades de capital. Por otro lado, hay mucho interés por parte de las entidades en renovar los vencimientos de emisiones antiguas a precios más bajos, incluso se está ofreciendo la posibilidad de recomprar emisiones vivas por otras nuevas a tipos más competitivos. Pero como decíamos antes, hay que ser muy prudentes con este tipo de bonos y analizar el riesgo de cada emisión con extremo cuidado.

Sí que es cierto que este mercado, se va a profesionalizar mucho más y se va restringir al ámbito institucional, ya que la mayoría de los legisladores han prohibido o limitado la venta de estos bonos a los inversores particulares. ■



TABLAS DE INFORMACIÓN



**128 LISTADO DE EMISIONES MARF 2015 SEGÚN
CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO**

**130 LISTADO DE MIEMBROS DEL MERCADO Y
ASESORES REGISTRADOS MARF EN 2015**

131 LISTADO DE EMISIONES AIAF 2016

■ Anexo 1: Emisiones Corpo España 2015

Deal Pricing Date	Issuer	Deal Type	Currency Code
13-Jan-15	Gas Natural SDG SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
14-Jan-15	Iberdrola SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
23-Jan-15	Enagas SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
09-Mar-15	ACS Actividades de Construccion y Servicios SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
10-Mar-15	Enagas SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
12-Mar-15	Repsol SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
12-Mar-15	Repsol SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
17-Mar-15	Grupo Villar Mir SAU	Corporate Bond-High Yield	EUR
10-Apr-15	Red Electrica Corp SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
16-Apr-15	Abengoa SA	Corporate Bond-High Yield	EUR
20-Apr-15	Goldman Sachs Group Inc	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
21-Apr-15	Gas Natural SDG SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
27-May-15	Inmobiliaria Colonial SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
27-May-15	Inmobiliaria Colonial SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
10-Jun-15	Grupo Antolin-Irausa SA	Corporate Bond-High Yield	EUR
20-Jul-15	Cellnex Telecom SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
07-Sep-15	Telefonica SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
07-Sep-15	Iberdrola SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
23-Oct-15	Ence Energia y Celulosa SA	Corporate Bond-High Yield	EUR
10-Nov-15	Amadeus IT Holding SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
09-Dec-15	Repsol SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR
11-Dec-15	ENA Infraestructuras SA	Corporate Bond-Investment-Grade	EUR

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Maturity Date	Coupon	Tranche Value (local) (Face)	S&P Issuer Rating (Current)	Moody's Issuer Rating (Current)	Fitch Issuer Rating (Current)	Years to Maturity
21-Jan-25	1,375	500.000.000		Baa2		10
27-Jan-23	1,125	600.000.000		Baa1	BBB+	8
06-Feb-25	1,25	600.000.000			A-	10
01-Apr-20	2,875	500.000.000				5
25-Mar-23	1	400.000.000			A-	8
Perpetual	3,875	1.000.000.000	BBB-	Baa2	BBB	Perpetual
25-Mar-75	4,5	1.000.000.000	BBB-	Baa2	BBB	60
15-Mar-23	5,5	325.000.000		B2	BB-	7,989
24-Apr-25	1,125	500.000.000	BBB	Baa2		10
15-Apr-20	7	375.000.000	B+	Ca		4,983
27-Apr-27	1,875	250.000.000		Baa3		12
Perpetual	3,375	500.000.000		Baa2		Perpetual
05-Jun-19	1,863	750.000.000				4
05-Jun-23	2,728	500.000.000				8
30-Jun-22	5,125	400.000.000				7,019
27-Jul-22	3,125	600.000.000	BB+		BBB-	7
14-Sep-21	1,477	1.000.000.000	A-	Baa2	BBB+	6
17-Sep-23	1,75	500.000.000		Baa1	BBB+	8
01-Nov-22	5,375	250.000.000	BB-	Ba3		7,006
17-Nov-21	1,625	500.000.000		Baa2		6
16-Dec-20	2,125	600.000.000	BBB	Baa2	BBB	5
14-Dec-25	3,750	63.451.000				10

■ Anexo 2: Listado de emisiones MARF 2015 según características del instrumento

Emisor	Instrumento	Sector	Fecha emisión
MASMÓVIL	Bonos	Transportes y comunicaciones	30/06/2015
OC II-SUGAL	Bonos	Alimentación	27/10/2015
SIDECU	Bonos	Comercio y otros servicios	18/03/2015
AUTOV. PLATA	Obligaciones	Transportes y comunicaciones	27/05/2015
GRUPOPIKOLIN	Obligaciones	Comercio y otros servicios	27/05/2015
GRUPOPIKOLIN	Obligaciones	Comercio y otros servicios	27/05/2015
ZELTIA	Obligaciones	Nuevas tecnologías	07/07/2015
BARCELÓ	Pagarés de empresa	Inmobiliarias	20/05/2015
BARCELÓ	Pagarés de empresa	Inmobiliarias	20/05/2015
BARCELÓ	Pagarés de empresa	Inmobiliarias	7/31/2015
BARCELÓ	Pagarés de empresa	Inmobiliarias	7/31/2015
Copasa	Pagarés de empresa	Construcción	14/10/2015
Copasa	Pagarés de empresa	Construcción	5/27/2015
Copasa	Pagarés de empresa	Construcción	17/07/2015
Copasa	Pagarés de empresa	Construcción	14/10/2015
ELECNOR	Pagarés de empresa	Metal mecánica	19/10/2015
ELECNOR	Pagarés de empresa	Metal mecánica	02/12/2015
ELECNOR	Pagarés de empresa	Metal mecánica	18/09/2015
IM FORTIA 1	Pagarés titulizados	Entidades de financiación	08/10/2015
IM FORTIA 1	Pagarés titulizados	Entidades de financiación	08/10/2015
IM FORTIA 1	Pagarés titulizados	Entidades de financiación	10/09/2015
IM FORTIA 1	Pagarés titulizados	Entidades de financiación	23/10/2015
IM FORTIA 1	Pagarés titulizados	Entidades de financiación	23/11/2015
TEKNIA	Bonos	Automoción	05/07/2016
SAINT CROIX	Bonos	Inmobiliarias	23/06/2016
SAINT CROIX	Bonos	Inmobiliarias	23/06/2016

Fuente elaboración propia, datos BME.

Vencimiento	Cuantía	Empresa	Rating
30/06/2020	27.000.000	Axesor	BB
27/10/2020	42.000.000	Axesor	BBB
18/03/2020	55.000.000	Axesor	BB
31/12/2041	184.500.000	S&P	BBB+
27/05/2025	20.000.000	Axesor	BB
27/05/2022	10.000.000	Axesor	BB
07/07/2027	17.000.000	Axesor	BB-
19/05/2016	5.000.000	n.d	
19/05/2017	20.000.000	n.d	
29/07/2016	26.000.000	n.d	
31/07/2017	4.000.000	n.d	
11/04/2016	700	Axesor	BB
27/05/2016	4.800.000	Axesor	BB
7/18/2016	200,000	Axesor	BB
13/10/2016	700,000	Axesor	BB
19/04/2016		n.d	n.d
02/06/2016	36.000.000	n.d	n.d
16/09/2016	26.000.000	n.d	n.d
11/04/2016		Standard & Poor's	A2/BBB+
11/04/2016		Standard & Poor's	A2/BBB+
12/09/2016	20.000.000	Standard & Poor's	A2/BBB+
10/10/2016	8.600.000	Standard & Poor's	A2/BBB+
10/11/2016	20.000.000	Standard & Poor's	A2/BBB+
05/07/2021	100.000,00	Axesor	BB
23/06/2021	100.000	Axesor	BBB
23/06/2022	100.000	Axesor	BBB

■ Anexo 3: Relación de Miembros del Mercado MARF (Actualizado a 13 de julio de 2015)

ENTIDAD

	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria		Banco Sabadell
	Bankia		ABANCA Corporación Bancaria
	Renta 4 Banco		Ahorro Corporación Financiera, SV
	Banco Popular Español		GVC Gaesco Valores, SV
	Espiritu Santo de Inversión, SE		Banco Santander
	Caja de Crédito de los Ingenieros		Auriga Global Investors, SV
	Beka Finance, SV		Norbolsa, SV
	Caixabank		Banca March
	Intermoney Valores, SV		JB Capital Markets, SV
	Santander Securities Services		Bankinter
	EBN Banco de Negocios		Cecabank



Copyright 2016, IEB
Alfonso XI, 6 - 28014
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es

Editora: Patricia Vegas

Consejo Editorial: Adolfo Estévez, Lucas Suárez,
Víctor Sánchez, Pablo Cousteau, José María Revello de Toro,
Marta Zabía y Juan Pablo Tovar

Diseño gráfico: Pilar Seidenschnur

Imagen de portada: Freepik



C/ Alcalá, 52, 2º derecha
28014 Madrid
rating.axesor.es | 911 553 000



Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es