



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

EL MERCADO DE FINANCIACIÓN ESPAÑOL

Diagnóstico y receta para su apertura y diversificación

Autor: J. Alberto Nicolau Francés

Director: Gonzalo Gómez Bengoechea

Madrid
Julio 2015

J. Alberto
Nicolau
Francés

EL MERCADO DE FINANCIACIÓN ESPAÑOL



Índice

I.	Introducción	9
II.	Evolución y Desarrollo del Sector Bancario Español. ¿Hacia el Oligopolio?	11
	A) Evolución del sector bancario español	11
	B) Ratios de morosidad de la banca europea	17
III.	Instrumentos alternativos a la financiación mediante crédito bancario	21
	A) Capital Riesgo	21
	B) Crowdfunding y Crowdlending	29
	C) Business Angels	30
	D) Emisiones de deuda. Renta fija.	33
	E) Financiación en el Mercado Bursátil. El MAB.	38
IV.	Instrumentos alternativos de ahorro para empresas y particulares	41
	A) Inversiones inmobiliarias	41
	B) Depósitos de ahorro	43
	C) Renta variable. Acciones	43
	D) Fondos de inversión	44
	E) Títulos de renta fija	45
	F) Planes de pensiones	46
V.	Conclusiones, Recomendaciones y Medidas para la introducción de modificaciones en el sistema español	47
VI.	Bibliografía	51

Índice de Gráficos

1. Gráfico 1	23
2. Gráfico 2	31
3. Gráfico 3	32
4. Gráfico 4	34
5. Gráfico 5	35
6. Gráfico 6	35
7. Gráfico 7	41
8. Gráfico 8	43
9. Gráfico 9	48

Índice de Tablas

1. Tabla 1	13
2. Tabla 2	15
3. Tabla 3	18
4. Tabla 4	24
5. Tabla 5	26
6. Tabla 6	37
7. Tabla 7	38
8. Tabla 8	42

I. Introducción

La escasa cultura financiera de los ciudadanos españoles, unida a una tradicional aversión al riesgo, ha provocado que en este país se haya generado un oligopolio bancario, en el que unas pocas entidades copan el mercado del dinero, de la financiación. Así, si le preguntamos a un emprendedor qué haría para conseguir financiación para convertir su proyecto en una realidad, probablemente nos diría que acudir al banco a solicitar un crédito, en las mejores condiciones posibles. Lo mismo sucederá con un particular, el cual necesita financiación para acometer una inversión típica, como puede ser la adquisición de una primera vivienda. El préstamo bancario será la primera respuesta, y en muchas ocasiones, la única. No es de extrañar, si atendemos a la evolución del sistema bancario español durante los últimos doscientos años, que a continuación analizaremos, ya que siempre se ha tendido hacia la concentración bancaria, creando grandes grupos bancarios más eficientes y preparados para competir a nivel internacional, especialmente con la adhesión de España a la Unión Europea. Esta evolución nos ha llevado a una supremacía del crédito bancario.

Sin embargo, el crédito no es el único líder en este mercado de capitales, pues los bancos también son los oferentes del producto estrella para los ahorradores: el depósito. Del mismo modo en que sucede con los créditos, los depósitos copan el mercado de capitales de los ahorradores, pues son considerados como un producto sin riesgo y, a pesar de la escasa rentabilidad que ofrecen, son ampliamente aceptados por cualquier ahorrador, especialmente los pequeños ahorradores.

Junto a todo ello, no cabe olvidar que España ha sido testigo durante la última década de la explosión de una burbuja inmobiliaria generada durante años, debido, en parte, a la recurrente inversión que ha sido el inmueble en España durante mucho tiempo. Los activos inmobiliarios también fueron tradicionalmente un valor refugio, al que muchos inversores destinaban su capital como única alternativa capaz de ofrecer rentabilidades atractivas. Ello provocó una enorme burbuja que pinchó y un ajuste en el valor de estos activos que duró hasta 2015.

El objetivo de este documento es ofrecer una visión alternativa tanto para emprendedores que necesiten financiación para acometer sus proyectos, como para ahorradores que deseen mayores rentabilidades para su capital, estando dispuestos a asumir mayores riesgos que los asumidos en un depósito bancario. En un primer momento analizaremos la evolución del sector bancario, y cómo ha llegado a constituirse el oligopolio que conocemos hoy, para luego abordar las distintas opciones que existen de financiación de empresas de nueva creación, con sus ventajas e inconvenientes, sus características y sus riesgos. Veremos la evolución de estas opciones, y como se han desarrollado en mayor medida fuera de España que dentro de sus fronteras.

Más tarde abordaremos la cuestión de los ahorradores y los productos ofertados que existen actualmente a los que destinar los ahorros. Analizaremos los distintos productos desde un punto de vista fiscal, con el objetivo de extraer sus beneficios e inconvenientes según el tipo de inversor.

Para concluir, haremos una reflexión sobre la situación actual, los cambios que se han visto a raíz de la crisis y los cambios que pueden esperarse, así como las medidas que se han ido adoptando para fomentar el uso de todos estos instrumentos alternativos y las que deberían tomarse.

II. Evolución y Desarrollo del Sector Bancario Español. ¿Hacia el Oligopolio?

A) Evolución del sector bancario español.

El sistema bancario español ha pasado por múltiples etapas desde el inicio de su historia moderna, a mediados del s. XIX, hasta la actualidad. A lo largo de estos más de 150 años se han producido eventos y han tenido lugar reformas que han provocado profundos cambios en el sistema español, tratando siempre de adaptarse a las nuevas realidades del país y a la coyuntura de cada momento. En cualquier caso, a lo largo del s. XX y principios del s. XXI, no cabe duda de que la dirección que ha seguido esta evolución ha sido siempre hacia un modelo oligopolista bancario, en el que un pequeño grupo de entidades bancarias dominan el mercado de financiación, tanto de empresas como de particulares. Analizaremos los principales hitos de cada una de las fases por las que ha pasado el sistema bancario. La historia moderna del sistema bancario español, según Pablo Martín Aceña, puede dividirse en distintos periodos característicos:

➤ Inicios

En 1856 se inicia la historia moderna de la banca española, con la promulgación de la Ley de Bancos de Emisión y la Ley de Sociedades de Crédito, las cuales pretendían dar regulación al sector bancario, hasta entonces ajeno a todo control público. Durante esos años surgieron nuevas entidades emisoras, como el Banco de Bilbao o el Banco de Santander, y se consagraba el Banco de España tal y como lo conocemos hoy, ampliando su red de sucursales por todo el país. Durante este período, la banca de emisión duplicó su volumen de activos, hasta los 280 millones de pesetas.

Por otro lado, también proliferaron nuevas entidades de crédito, debido al auge de la actividad empresarial y la nueva regulación de estas entidades, la cual apenas imponía restricciones para la creación de las mismas. Y junto a estas, las nuevas Cajas de Ahorros se establecieron en la Península, inicialmente con el objetivo de fomentar el ahorro por parte de la ciudadanía y mejorar su situación económica y calidad de vida. Durante los años 30 y 40 del s. XIX, el entonces Ministro de Gobernación, Diego Medrano, fue el principal promotor de estas entidades de ahorro, instando a las autoridades regionales del territorio español a participar en la creación de las mismas. Bajo su mandato, se fundaron 11 Cajas de Ahorro.

Sin embargo, en claro paralelismo a la reciente situación vivida en España y en el resto del mundo, aquella etapa de expansión económica, financiera y empresarial llegó a su fin en 1866, llevando a la suspensión de pagos a muchas de las nuevas entidades de crédito y provocando el colapso en la bolsa de valores. El sistema español tardó más de dos décadas en recuperarse de ese golpe, y durante ese período, se otorgó al Banco de España el monopolio de emisión de moneda. La mayoría de Bancos de emisión optaron por fusionarse con aquel, si bien hubo cuatro bancos que se negaron y decidieron permanecer como entidades independientes de crédito. Entrás esas cuatro entidades se encontraban el Banco de Bilbao y el de Santander.

➤ **Primeros años del s. XX**

Durante los primeros años del s. XX, el sistema bancario español volvió a experimentar un empuje económico debido a diversos factores, entre los que cabe destacar el fin de las guerras coloniales y un clima político y económico más estable y regeneracionista que llevaron a una nueva activación de los beneficios empresariales. Además, la I Guerra Mundial benefició a España en términos económicos, al mantenerse neutral y posicionarse como economía exportadora, proporcionando bienes y servicios al resto de países y generando así mayores beneficios y entradas masivas de divisas, que permitieron sanear las cuentas del Banco de España y apreciar la peseta. Fue en esta época cuando surgieron nuevas empresas y entidades bancarias, como el Banco Hispanoamericano, creado por empresarios españoles radicados en América, o el Banco de Vizcaya, en el País Vasco. En concreto, entre 1915 y 1929 el número de entidades bancarias pasó de 52 a 91. Fue en ese mismo período cuando apareció el Banco Urquijo, actualmente integrado en el Banco Sabadell, y el Banco Central, el cual fue absorbido más tarde por el Grupo Santander.

Sin embargo, esta burbuja de creaciones y fusiones de entidades bancarias y de crédito estaba condenada a frenar en seco una vez se pusiera fin al escenario bélico internacional. De este modo, al acabar la guerra, llegaron los problemas de liquidez y solvencia de una parte del sector bancario español de nuevo, extendiéndose el riesgo de contagio a todo el sistema. Por ello, en 1921 se promulgó la Ley de Ordenación Bancaria, que pretendía aumentar la regulación del sector bancario y crear un organismo encargado del control y supervisión de todos los bancos: el Consejo Superior Bancario (CSB). Al CSB se le dieron facultades para establecer normas de obligado cumplimiento para todas las entidades y promover la transparencia dentro del sector. Asimismo, la Ley estableció el primer Registro español de bancos y banqueros, con el fin de llevar un control más exhaustivo de las entidades que ejercían su actividad dentro de las fronteras del Estado español.

A pesar de la contundencia de esta nueva norma, las Cajas de Ahorros quedaron al margen de su ámbito de aplicación. Estas entidades continuaron experimentando su desarrollo durante todo el s. XX gracias al impulso por parte de los distintos Gobiernos. Por aquel entonces, las Cajas seguían siendo consideradas como “entidades privadas benéficas, dependientes del Ministerio de la Gobernación, pero con plena autonomía fijada por sus propios estatutos” (Martín Aceña, P. (2005)). Al poseer cierta finalidad benéfica, siempre estuvieron ligadas al Estado, ayudando a financiar parte de los gastos públicos destinados a la partida de gasto social. Debido a esto, atrajeron a muchos clientes, familias que depositaban sus ahorros en dichas Cajas, aumentando así su peso dentro del sistema financiero español. Fue en 1928 cuando se fundó la Confederación Española de Cajas de Ahorro, organismo creado con la finalidad de agrupar a todas las Cajas del Estado.

➤ **Guerra Civil y Régimen Franquista**

La Guerra Civil del período 1926-1939 supuso un punto de inflexión en la evolución del sistema bancario español. Al acabar la guerra, fue necesaria una nueva regulación para adecuarse a la nueva situación, a la par que se restaurara el equilibrio financiero anterior al conflicto. Por ello, se aprobó en 1939 la Ley de Desbloqueo, cuyo objetivo era restablecer la comunidad monetaria de todo el país y frenar los efectos inflacionarios que hubieran podido derivarse como consecuencia de la guerra. Durante estos años, se acentuó el intervencionismo por parte del Gobierno, llegando a controlar la práctica totalidad de las operaciones bancarias. El Ministerio

de Hacienda recibió amplias competencias, como fijar los tipos de interés o establecer el capital mínimo que las entidades bancarias debían mantener en sus balances, además de requerir autorización del propio Ministerio para otras muchas acciones por parte de los bancos, como la modificación del capital social o las aperturas de nuevas oficinas bancarias.

Desde 1946, el sistema español quedó dividido en tres tipos de entidades: la banca oficial, la banca privada y las cajas de ahorros. La década de los 40 fue el primer período en el que se registró un gran número de operaciones de fusiones y adquisiciones por parte de los bancos, en concreto, 52, mientras que en la siguiente década ese número fue de 38. De esta forma, empezaba a construirse un sistema de grandes bancos que ampliaban su tamaño cada vez más y adquirían mayor cuota de mercado con el paso del tiempo. Por otro lado, el total de oficinas bancarias en territorio español pasó de 1.903 en 1936 a 2.157 en 1948, de las cuales el 67% pertenecían al grupo de los cinco mayores bancos de la época. El número de bancos se reducía en beneficio de unos pocos grandes grupos, produciéndose una concentración bancaria aguda. En la siguiente tabla se muestra este proceso de concentración bancaria en cifras, centrándose en las operaciones realizadas por las principales entidades de crédito españolas.

Tabla 1.

Bancos y banqueros absorbidos por los principales institutos de crédito en España

Años	BHA	BEC	Central	Vizcaya	Bilbao	Santander	Total
1918				1			1
1921			1				1
1922				3			3
1926		1					1
1928		1					1
1929		1					1
1930		1					1
1932		1					1
1933				1			1
1934			1				1
1941	1	3					4
1942	3	3			2	2	10
1943	2	2	1		2		7
1944	3	5					8
1945			1		1		2
1946			1	1		1	3
1947		1	2		4		7
1948			1		2		3
1949				1	1		2
1950			1				1
1951	1		2				3
1952		3	2		2	3	10
1953		1		1	1	3	6
1954				1			1
1956		1	2				3

Fuente: PRADOS ARRARTE (1958): El sistema bancario español.

En 1960, seis bancos controlaban el 70% de los activos del sector. Mientras el tamaño y la actividad de estas entidades aumentaban exponencialmente, no sucedía lo mismo con las cajas de ahorros, las cuales eran más escasas.

Las cajas de ahorros sufrieron en mayor medida el intervencionismo por parte del Gobierno. Se les restringió su autonomía como entidades de crédito y también su ámbito de actuación geográfica, limitándola a un contorno provincial o regional. En 1947 se obligó a las cajas a destinar un 60% de sus fondos a la adquisición de valores públicos, de forma que se convertían en un instrumento de política económica y social, al servicio del Gobierno ((Martín Aceña, P. (2005)). Pero, a pesar de las restricciones, se crearon nuevas cajas durante estos años, a la par que tenía lugar un proceso de concentración de las mismas. Las cajas ampliaban su mercado, pasando de gestionar el 17% de los depósitos del sistema a finales de la década de los 40, al 25% en 1960.

Ya en 1962, se aprobó la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, la cual autorizaba al Gobierno a reformar todo el sistema financiero, incluyendo todos los tipos de entidades financieras. Al Ministerio de Hacienda se le encomendó la política financiera y monetaria del país y se estableció la división, de gran calado posteriormente, entre banca comercial y banca industrial o de negocios. Se pretendía así, lograr la especialización de la actividad bancaria de las distintas entidades.

Con esa norma de 1962 también se pretendía promover y facilitar el acceso a la actividad bancaria, apoyando la creación de nuevas entidades, aunque siempre sujetas a autorización por parte del Ministerio de Hacienda, el cual también establecería distintos requisitos, como el capital mínimo necesario o las condiciones para la apertura de nuevas oficinas. Entre 1963 y 1978 se crearon 34 bancos nuevos, llegando así a la cifra total de 135 en la etapa final de la dictadura franquista. Sin embargo, muchas de estas entidades desaparecieron en los años posteriores, en la crisis de finales de los 70 y principios de los 80. La ley de 1962, que pretendía ser una norma liberalizadora, no surtió ese efecto, ya que el sistema financiero español seguía fuertemente intervenido. En 1974 se volvieron a promulgar diversas leyes que pretendieron seguir en esa línea de búsqueda de la liberalización del sector, facilitando la flexibilización de la creación de cajas de ahorros o el establecimiento de los intereses a largo plazo. Intentaron aproximarse a las condiciones de un mercado libre, buscando la mejora en la eficiencia del funcionamiento de sus mercados financieros. A las cajas de ahorros se les autorizó a efectuar todo tipo de operaciones. Se les otorgó el reconocimiento pleno de entidades de ahorro, se modificaron sus órganos de gobierno buscando democratizarlos, y se fomentó la fusión entre distintas cajas en aras de un mayor fortalecimiento, hasta reducir su número hasta 74 en 1990. Se les concedió una mayor autonomía, dependiendo menos del Estado y logrando una cuota de mercado más elevada.

➤ **Crisis Financiera de 1977-1985**

Más de la mitad de las entidades financieras activas en 1977 se vieron afectadas por la crisis de este período, la cual tuvo un impacto económico que representaba el 15% del PIB de esos años. Si bien en un primer momento los afectados eran bancos pequeños y medianos, a partir de 1980 ya se contagiaron grupos grandes, como Urquijo.

Esta crisis se derivó de distintos factores como la crisis industrial de los 70, que llevó a muchas empresas a la quiebra aumentando la morosidad y los impagos de préstamos. Pero también debemos añadir factores internos, consecuencia directa de la expansión bancaria de los años previos, que llevaron a un sistema inflado, con gestores sin experiencia incurriendo en conductas temerarias, asumiendo riesgos excesivos y concentrados y, en muchos casos, ilegales. A esto se

unía el hecho de que España no contaba aún con un marco legal desarrollado que regulara todas estas prácticas de los bancos, ni con instituciones de supervisión y control adecuadas.

Para combatir los efectos de esta crisis se creó el Fondo de Garantía de Depósitos, para cubrir los depósitos de los clientes de las entidades en apuros. Además, mediante este Fondo se intervenían estas entidades, nombrando nuevos directivos y saneándolas con la ayuda del Banco de España, para luego proceder a su venta mediante subasta pública.

Fue también durante este período cuando los grandes grupos bancarios españoles aprovecharon para seguir ampliando su mercado, mediante nuevas operaciones de fusiones y adquisiciones que conducían hacia una nueva ronda de concentración bancaria. En 1986 ya se perfilaba un sistema con claros grupos dominantes, y se dejaba margen para posteriores fusiones. El escenario quedaba como muestra la siguiente tabla, apareciendo las entidades bancarias ordenadas por cuota de mercado. El Banco Central dominaba el panorama, mientras que el Bilbao y el Santander, que posteriormente protagonizarían una serie de nuevas adquisiciones hasta convertirse en los grupos bancarios que conocemos hoy, ocupaban los puestos 5º y 6º, respectivamente.

Sin embargo, en 1986, año de la incorporación de España a la futura Unión Europea, los grupos españoles eran aún muy reducidos en tamaño en comparación a algunos bancos de los vecinos europeos o americanos. Junto a ello, los bancos españoles estaban acostumbrados a operar en un ambiente intervencionista y protegido, muy distinto al “modus operandi” de los nuevos competidores exteriores.

Tabla 2.

Ranking bancario en España en 1986

	Cuota de mercado	Núm de oficinas
1 Central	11,6	2.783
2 Vizcaya	11,2	1.718
3 Banesto	10,0	2.689
4 Hispano	10,0	1.693
5 Bilbao	9,5	1.628
6 Santander	8,4	1.477
7 Exterior	7,7	651
8 Popular	6,0	1.596
9 March	1,5	251
10 Citibank	1,3	89
11 BNP	1,1	48
12 Barclays	1,1	77
13 Zaragozano	1,0	244
14 Arabe Español	0,7	32
15 Herrero	0,7	159

Fuente: ONTIVEROS y VALERO: "El sistema financiero" (1988).

➤ Adhesión a la Unión Europea y actualidad

La introducción de España en la Unión Monetaria y Económica trajo muchos cambios y consecuencias a la industria bancaria española, que afectaba plenamente al cliente. Al abrirse un mercado exterior mucho más amplio que el mercado en el que los bancos españoles habían operado hasta la fecha, la competencia también era mucho mayor, lo cual les obligó a mejorar su eficiencia, reduciendo sus cotes y buscando economías de escala. Los clientes se beneficiarán de estas situaciones, ya que encontrarán precios inferiores a los ofertados hasta entonces, y beneficios superiores.

Asimismo, en los años posteriores la política monetaria pasó a manos del Banco Central Europeo, sometiendo a todas las entidades bancarias de la Unión Europea a la misma normativa. Este hecho se vio acentuado con la llegada de la moneda única en 1999.

Cabe destacar dos hechos a raíz de la adhesión de España a la UEM. Por un lado, la creciente internacionalización de los bancos nacionales, para lograr economías de escala, competir con otros bancos extranjeros y mejorar el servicio al cliente; y por otro lado, la aceleración de las operaciones de fusiones y adquisiciones. En 1987 se produjo la primera gran fusión de este período, entre el Banco Bilbao y el Banco Vizcaya, formando el BBV. Más tarde, en 1991, se creó el segundo gran grupo bancario a través de la fusión entre el Banco Central y el Hispanoamericano, al tiempo que, en 1994, Santander adquiría Banesto. De este modo, se iban perfilando los grupos bancarios que dominarían el sistema financiero español hasta la actualidad.

En 1999 se consolidó el primer gran grupo bancario, estando formado por el Santander, el Banesto y el Central Hispano. Fue la primera fusión ejecutada tras la implantación de la moneda única europea, y su objetivo era primordialmente convertirse en un gran competidor a nivel mundial, aumentando su presencia en Europa y Latinoamérica. El negocio del BSCH se centraba en seis áreas: banca minorista, banca mayorista, gestión de activos, banca privada y banca en Iberoamérica.

En paralelo a esa gran fusión, en octubre de 1999 se anunció también la fusión del BBV con el Banco Argentaria, naciendo así el actual BBVA. Surgía así un grupo de tamaño muy similar al BSCH, aunque ligeramente por debajo en términos de beneficios, activos, oficinas y empleados.

En cuanto a las Cajas de Ahorros, cabe destacar que también experimentaron procesos de fusiones, especialmente en la década de los 90, un período de elevada concentración bancaria. El caso más destacado en relación con las cajas de ahorros es el de Bankia, entidad independiente surgida en 2011, como filial del Banco Financiero y de Ahorros (BFA), y derivada de la fusión de siete cajas: Caja Madrid, Bancaja, La Caja de Canarias, Caja Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja. Si en principio ésta parecía ser una gran operación que daba lugar a un gran grupo financiero, lo cierto es que posteriormente quedó patente la fragilidad del balance de Bankia, debido a su escasa liquidez y su concentración de activos inmobiliarios considerados de alto riesgo o “tóxicos”.

De esta forma, en la actualidad existen seis grandes grupos financieros que copan la mayor parte del mercado financiero español: Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia, Sabadell y Banco Popular. Entre estas entidades se reparten el 72% del mercado de crédito, porcentaje que se ha visto aumentado tras la crisis financiera, ya que en 2010 esa cifra era del 46%. Del mismo modo, a finales de 2014 este mismo grupo copaba el 71% del mercado de depósitos, mientras que ese porcentaje se quedaba en el 38% en 2010.

El desarrollo del sistema bancario español comentado hasta aquí nos lleva a concluir que nos hemos estado moviendo hacia un modelo oligopolista, en el que un conjunto de entidades ocupan una posición mayoritaria en el mercado. Las distintas fases de fusiones y adquisiciones vistas han generado unos grupos bancarios de un volumen de activos muy elevado, dejando poco espacio para el aterrizaje de nuevas entidades bancarias, o incluso otro tipo de entidades no bancarias proveedoras de servicios de financiación distintos al crédito tradicional. Este hecho provoca que en la cultura española quede muy arraigada la idea de acudir a estos grandes bancos ante cualquier necesidad, ya sea de financiación o de depósito y gestión de ahorros personales, sin buscar, en muchas ocasiones, alternativas a los mismos que, por el contrario, sí gozan de mayor presencia en otros países. Así, la banca española no se enfrenta a día de hoy a una competencia feroz de entidades financieras alternativas, como fondos de inversión o sociedades de capital riesgo que den financiación a empresas de nueva creación.

Adicionalmente, el hecho de que exista un oligopolio bancario en España reduce la competencia del sector en España incluso entre las propias entidades bancarias, de forma que se dificulta el acceso al crédito a empresas y particulares. Esta idea fue reconocida por el propio Banco de España, a través de un estudio llevado a cabo por Miguel García-Posada, miembro de la Dirección del Servicio de Estudios del banco. Según este estudio, las concesiones de créditos en España son más restrictivas que en otros países, ya que la competencia del sector aquí es menor, especialmente en el mercado de familias y particulares. Por el contrario, sí parece que el crédito a Pequeñas Y Mediana Empresas (PYMEs) y grandes empresas en general esté abaratándose ligeramente y aumentando en volumen.

Por tanto, otra consecuencia negativa del modelo oligopolista es el encarecimiento de los productos y servicios ofrecidos por estas entidades para el consumidor, a pesar de estar inmersos en un contexto de bajos tipos de interés impuestos por el Banco Central Europeo, y exceso de liquidez debido a las laxas políticas monetarias de esta institución.

B) Ratios de Morosidad de la banca europea

La excesiva dependencia del sector financiero español del crédito bancario y la necesidad de acudir a esta vía de financiación ante la dificultad de optar por otras vías, tienen algunas consecuencias negativas importantes. Así, y como la evidencia empírica muestra, muchos deudores se han visto en serias dificultades para pagar sus deudas, ante el aumento del riesgo de crédito experimentado tras la crisis, y los aumentos de los ratios de morosidad en las distintas entidades financieras. Al quedar estas entidades tan expuestas a estos riesgos, un impago generalizado de las deudas puede resultar en una severa crisis de todo el sistema, como ocurrió en 2008.

Según los datos aportados por el propio BCE a finales de 2014, las tasas de morosidad de los bancos españoles no son muy positivas, en comparación con las de los bancos competidores europeos. En concreto, de los 40 bancos europeos con mayores tasas de morosidad, 11 son españoles, destacando Cajamar, con un 14,87% o Banco Popular, con un 14,31%.

En el otro lado, figuran BBVA, Santander y Bankinter, entre las entidades con menores tasas de morosidad, con 4,05%, 4,24% y 4,34%, respectivamente. La agencia de calificación crediticia Standard & Poor's destaca que tanto Santander como BBVA se consolidan como dos de los bancos europeos más fiables y resistentes, ante los resultados de los últimos test de estrés realizados por el BCE y la EBA. El motivo es el ratio de capital de primera categoría, el CET1, que

presentan ambas entidades, situándose entre los 10 primeros bancos europeos en cuanto a fortaleza ante un escenario adverso.

Al margen de ello, la excesiva dependencia del crédito bancario lleva a que muchos deudores tengan que acudir a los bancos en busca de financiación, cuando no tienen suficiente capacidad para hacer frente a sus deudas. Si a ello añadimos la laxitud con que las entidades otorgaban crédito en los años anteriores a la crisis, nos encontramos ante un escenario como el presente, de morosidad en aumento e impagos cada vez más habituales. Lo cual, a su vez, provoca un cierre en el grifo del crédito, generando una mayor recesión ante la dificultad de obtener un préstamo. Ello supone una importante barrera económica, teniendo en cuenta que nos encontramos en un país en el que el crédito bancario es la principal vía de financiación. Sin crédito, la actividad económica se hunde, exactamente como ha sucedido. Las garantías exigidas en ese período de derroche económico anterior a la crisis eran mucho menores que las exigidas actualmente.

Tabla 3.

En %	Tasa de morosidad	Tasa de morosidad
1	Bank of Cyprus Public Company Ltd (Chipre)	44,74
2	Cooperative Central Bank Ltd (Chipre)	39,91
3	Alpha Bank (Grecia)	35,86
4	Piraeus Bank (Grecia)	33,26
5	Eurobank Ergasias (Grecia)	32,20
6	National Bank of Greece (Grecia)	29,03
7	Hellenic Bank Public Company Ltd (Chipre)	28,11
8	Nova Ljubljanska Banka (Eslovenia)	23,25
9	Allied Irish Bank (Irlanda)	22,32
10	Nova Kreditna Banka Maribor (Eslovenia)	19,47
11	Banco Popolare (Italia)	19,00
12	Banca Monte dei Paschi di Siena (Italia)	18,11
13	Permanent TSB (Irlanda)	17,86
14	HSH Nordbank (Alemania)	17,68
15	Caixa Geral de Depósitos (Portugal)	16,46
16	Banca Carige (Italia)	16,15
17	Banca Piccolo Credito Valtellinese (Italia)	15,54
18	Banco Comercial Português (Portugal)	15,46
19	Cajamar (España)	14,87
20	Banco Popular Español (España)	14,31
21	The Governor and Company - Bank of Ireland (Irlanda)	14,25
22	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna (Italia)	11,88
23	Banco de Sabadell (España)	11,69
24	Veneto Banca SCPA (Italia)	11,30
25	SID-Slovenska Izvozna in Razvojna Banka (Eslovenia)	10,95
26	Unione di Banche Italiane (Italia)	10,95
27	Catalunya Banc (España)	10,84
28	Österreichische Volksbanken (Austria)	10,72
29	Liberbank (España)	10,64
30	UniCredit (Italia)	10,63
31	NCG-Abanca (España)	10,45
32	Banca Popolare di Milano (Italia)	10,40
33	Kutxabank (España)	10,13
34	Intesa Sanpaolo (Italia)	9,94
35	Banca Popolare di Sondrio (Italia)	9,92
36	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (España)	9,08
37	Banca Popolare di Vicenza (Italia)	8,37
38	Unicaja Banco (España)	8,29
39	Banco Financiero y de Ahorros (España)	8,00
40	C. de Ahorros y MP Zaragoza, Aragón y Rioja (España)	7,92
41	Banco Mare Nostrum (España)	7,30
42	Raiffeisen Zentralbank Österreich (Austria)	7,28
43	KBC Group NV (Bélgica)	6,69
44	Raiffeisenlandesbank Oberösterreich (Austria)	6,29
45	Banco BPI (Portugal)	6,26
46	Erste Group Bank (Austria)	5,65
47	BPI France (Francia)	5,43
48	KfW IPEX-Bank GmbH (Alemania)	5,15
49	Iccrea Holding (Italia)	4,77
50	IKB Deutsche Industriebank (Alemania)	4,58
51	Bank of Valletta (Malta)	4,53
52	Credito Emiliano (Italia)	4,48
53	Bankinter (España)	4,34
54	Bayerische Landesbank (Alemania)	4,30
55	Banco Santander (España)	4,24
56	BBVA (España)	4,05
57	Société Générale (Francia)	3,99
58	ABLV Bank (Letonia)	3,96
59	BNP Paribas (Francia)	3,81
60	Norddeutsche Landesbank-Girozentrale (Alemania)	3,55
61	Commerzbank (Alemania)	3,50
62	Deutsche Bank (Alemania)	3,50
63	Banque PSA Finance (Francia)	3,33
64	Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleen (Holanda)	3,31
65	Aareal Bank (Alemania)	3,10
66	Groupe Crédit Mutuel (Francia)	3,09
67	RCI Banque (Francia)	3,04
68	Volkswagen Financial Services (Alemania)	3,01
69	Société de Financement Local (Francia)	3,00
70	ABN Amro Bank (Holanda)	2,85
71	Groupe BPCE (Francia)	2,64
72	ING Bank (Holanda)	2,63
73	Bawag PSK Bank für Arbeit und Wirt. (Austria)	2,62
74	Precision Capital (Luxemburgo)	2,58
75	Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale (Alemania)	2,52
76	DZ Bank AG Deutsche Zentral (Alemania)	2,46
77	Groupe Crédit Agricole (Francia)	2,41
78	SNS Bank (Holanda)	2,29
79	Landesbank Berlin Holding (Alemania)	2,17
80	Axa Bank Europe (Bélgica)	2,12

Fuentes: BCE y PwC

En los próximos epígrafes, pasaremos a analizar qué alternativas de financiación existen, tanto para particulares como para empresas, más allá de los bancos tradicionales y sus créditos y depósitos. Asimismo, analizaremos las causas que impiden que estos instrumentos alcancen el reconocimiento que tienen en otros países.

III. Instrumentos Alternativos a la Financiación mediante Crédito Bancario

El arraigo que en España existe de los grandes grupos bancarios mencionados, unido a la escasa cultura financiera de la población en general, hace que, tanto empresas como particulares, desconozcan la amplia oferta que existe a la hora de financiarse, y a la hora de gestionar los ahorros personales para conseguir una rentabilidad por el capital. Esto provoca, como hemos visto, que las entidades bancarias gocen de un oligopolio que les permite encarecer el acceso al crédito en comparación a otros países, de forma que resulta más complicado para un emprendedor captar fondos que le permitan desarrollar su idea.

Naturalmente, las soluciones financieras varían dependiendo de si estamos ante una empresa que necesita financiación para crecer, o ante un particular que necesita capital para acometer una inversión como la compra de una vivienda. Del mismo modo, también varía cuando hablamos de la variedad de productos financieros que existen para depositar el ahorro y conseguir una rentabilidad por él.

A continuación, analizaremos las distintas opciones que tiene una empresa para captar capital sin necesidad de acudir a una entidad bancaria a por un préstamo. Algunos de estos instrumentos se centran en empresas pequeñas, de nueva creación o en fase de expansión, mientras que otros son más adecuados para grandes empresas ya consolidadas.

A) Capital Riesgo

Las entidades especializadas en capital riesgo son instituciones gestoras de fondos procedentes de una pluralidad de partícipes, que desean invertirlos en empresas concretas caracterizadas por tener dificultades para acceder a un crédito bancario y que cumplan varios requisitos, como tratarse de empresas de nueva creación, innovadoras y con proyectos ambiciosos, o empresas que necesitan financiación para poder llevar a cabo una fase de crecimiento relativamente rápido. También hay entidades especializadas en empresas que están pasando por problemas financieros, como impago de deudas, que inyectan liquidez y pasan a asesorar a las firmas en apuros, con el fin de solucionar sus problemas, y poder desinvertir en un futuro obteniendo así un beneficio por la diferencia entre el precio de salida y el precio de entrada. Estos fondos entrarían dentro de la categoría de *Private Equity*.

Dentro del capital riesgo, se pueden distinguir distintos tipos de actividad según las características y la situación de la empresa en la que se va a invertir. De este modo, si las inversiones se destinan a empresas en fase de expansión con alto potencial de crecimiento, hablamos de *venture capital*, es decir, empresas con incertidumbre sobre su capacidad para generar recursos en el futuro a las que les sería muy complicado obtener financiación bancaria.

Por otro lado, si se invierte en compañías más maduras, con capacidad para generar recursos, que se encuentran inmersas en procesos de reestructuración o cambios en la gestión, se trata de inversiones *buy-out*. En este segundo grupo se encuadran las operaciones apalancadas o *Leveraged Buy Out* (LBO), que combinan los fondos aportados por el capital riesgo y deuda por parte de la entidad.

i. Venture Capital

La financiación de empresas nuevas e innovadoras mediante capital riesgo favorece la aparición de innovaciones tecnológicas y mejora la productividad de las empresas participadas. Esta forma de financiación goza de una larga tradición en países anglosajones, estando vinculada muchas veces a la iniciativa pública para promover la creación de nuevas empresas. En la década de los 90 sufrió una notable expansión gracias a la flexibilización implantada mediante reformas legales y fiscales, y al interés por parte de inversores institucionales en esta operativa, susceptible de generar importantes rentabilidades. Sin embargo, su desarrollo en España ha sido más lento, y sólo ha empezado a crecer durante los últimos años, a raíz de la crisis y la dificultad de acceso a préstamos bancarios por parte de los empresarios o emprendedores.

Una operación de capital riesgo engloba cualquier transacción por la que un inversor privado presta capital a una empresa de nueva creación que cumple una serie de requisitos, mediante negociación privada, y a través de una sociedad gestora de esos fondos invertidos, que es la encargada de seleccionar las empresas en las que se va a invertir (Álvarez Puga, G. y Marqués Sevillano, J.M., (2007)). Adicionalmente, las sociedades gestoras suelen invertir recursos propios en las empresas participadas, como una garantía para los inversores de la fiabilidad de la empresa en la que se está invirtiendo. Estas inversiones son temporales, de forma que se entra en el capital de la empresa participada para proporcionarle liquidez y valor añadido a través de asesoramiento y apoyo de todo tipo, para luego vender las participaciones del fondo y obtener rentabilidad por las plusvalías generadas.

Como comentábamos, las empresas en las que se invierte a través del capital riesgo suelen ser empresas de reciente lanzamiento o expansión, con escasos fondos internos y caracterizadas por la incertidumbre sobre su futuro. Los inversores que suelen participar en este tipo de sociedades son institucionales o particulares con muchos recursos económicos, ya que el capital mínimo exigido para poder invertir suele ser elevado. Junto a ello, los plazos de las inversiones suelen ser alargados, de varios años, lo cual también supone un obstáculo para inversores particulares.

El capital riesgo se caracteriza porque el inversor que aporta fondos a la empresa participada no sólo está financiándola, como sería en el caso de un préstamo bancario, sino que, además, la sociedad gestora del fondo de capital riesgo pasa a formar parte del gobierno de la empresa, de forma que puede aportar experiencia, conocimiento o “know how” y asesoramiento. Esto supone un valor añadido para el empresario. A estos gestores del capital riesgo que pasan a convertirse en gestores de la empresa participada se les conoce como socios generales o “general partners”. Por otro lado, los inversores que aportan su dinero al fondo de capital riesgo para que la entidad gestora del mismo lo invierta en empresas objetivo son los socios limitados o “limited partners”, ya que sólo aportan financiación a la empresa, pero no pasan a formar parte de su órgano de gobierno. Los socios generales obtienen su rentabilidad de las comisiones por los servicios que prestan y, adicionalmente, es habitual que participen también en el capital de la sociedad participada. Los “general partners” suelen cobrar comisiones de gestión de entre el 1% y el 2% del capital invertido, más una comisión por resultados de en torno al 20% de los beneficios obtenidos.

La evolución de las sociedades de capital riesgo en España ha sido lenta y tardía, ya que no fue hasta el año 2000 cuando se alcanzó un volumen significativo. En sus inicios, una gran parte de esta industria estaba en manos de las Administraciones Públicas, si bien actualmente, y especialmente a consecuencia de la crisis, la mayor parte de los fondos gestionados a través de

entidades de capital riesgo está en manos del sector privado. Desde 2003 hasta 2006, el número de gestoras españolas de fondos de capital riesgo pasó de 96 a 140 y, si bien durante los años iniciales de la crisis económica el desarrollo de la industria se frenó en seco, durante los últimos tres años se ha vuelto a experimentar un constante crecimiento, debido a las dificultades para obtener financiación por las vías tradicionales.

Los inversores institucionales sienten apetito por este tipo de actividades inversoras, ya que suponen fuentes de atractivas rentabilidades, en un contexto donde resulta difícil encontrar rendimientos de dos dígitos debido a los bajos tipos de interés. Ello ha contribuido enormemente al aumento de la demanda de este tipo de fondos. Sin embargo, como dice Carlos Guerrero, abogado especializado en capital riesgo y gestor del fondo de capital riesgo Sitka Capital, cuando una startup va a iniciar su proceso de financiación o *fundraising*, debe haber realizado todos los trabajos previos oportunos, como buscar asesoramiento legal para tratar los aspectos legales y jurídicos de la constitución de una nueva empresa, o asegurarse de qué tipo de financiación se ajusta más a las necesidades del emprendedor y su proyecto.

Desde el máximo de inversión del año 2007, cifrado en 4.432 millones de euros, se produjo una fuerte contracción debido a la crisis y posterior recesión económica, que llevó a la industria de capital riesgo a contar con 1.565 millones de euros en 2009. Durante 2013, las sociedades privadas de capital riesgo captaron más de 478 millones de euros, lo cual supuso un crecimiento del 90% respecto al año anterior. Asimismo, la inversión acumuló 1.811 millones de euros durante los tres primeros trimestres de 2014, un 38% más que la registrada en el mismo período de 2013.

Gráfico 1.

Cifras de inversión y desinversión en Capital Riesgo 2007-2014 (9 meses)



Según el Informe de actividad de Capital Riesgo en España publicado a finales de 2014 por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), 2014 supuso un punto de inflexión en el desarrollo de la actividad de capital riesgo, y el inicio de un nuevo ciclo optimista y de expansión de esta industria, esperando que aumente la actividad inversora y desinversora durante 2015. En concreto, el informe destaca el buen estado de salud del *venture capital* en España, comparado con años anteriores, atrayendo tanto a inversores nacionales como internacionales. La mayor parte de las operaciones que se engloban en *venture capital*, son inversiones en empresas tecnológicas o relacionadas con la informática e internet. En el siguiente cuadro se resumen algunas de las principales operaciones que tuvieron lugar entre 2011 y 2014, mencionando el sector de la empresa participada y la gestora del fondo de capital riesgo encargada de la inversión.

Tabla 4.

Operaciones destacadas de Venture Capital 2011-2014 (6m)

Entidad	Sector	Entidades VC	Fecha
Packlink	Informática: Internet	Accel Partners, Active Capital	2014
Jobandtalent	Informática: Internet	Kibo, Qualitas Equity	2014
Cabify	Informática: Internet	Seaya Ventures, Amadeus VC	2014
CartoDB	Informática: Software	Earlybird, Kibo	2014
ScytI	Informática: Software	Vulcan Capital, Industry Ventures, Adams Street, SAP Ventures, VY Capital	2014
Social Point	Informática: Internet	Greylock Partners, Idinvest Partners, Highland	2014
Fon	Comunicaciones: Hardware	Atomico, Coral Group, Index Ventures, Sequoia Capital, Qualcomm	2014 / 2011
AlienVault	Informática: Software	GGV Capital, Correlation VC, Top Tier Capital, Kleiner Perkins, Sigma Partners, Trident, Intel Capital, Adara, Neotec_CR	2013 / 2012
Box	Informática: Internet	Telefónica Ventures	2013
Plenummedia	Informática: Internet	Seaya Ventures	2013
Stat Diagnostica	Medicina: Instrumentos/ Aparatos	Boehringer, Kuma, Idinvest Partners, Ysios, Caixape	2013
Neol	Biotecnología/Ingeniería Genética	Repsol_NEV	2012
Volotea	Transporte	CCMP, Axis, Corpfin	2012 / 2011
Groupalia	Otros Servicios	General Atlantic, Index Ventures, Insight, Nauta, Enisa	2011
Privalia	Informática: Internet	General Atlantic, Highland, Index Ventures, Insight	2011

Fuente: ASCRI|webcapitalriesgo.com

Las previsiones para 2015, según el informe de ASCRI, son positivas debido al escenario macroeconómico en el que se sitúa España, a la disponibilidad recursos de los inversores y a la existencia de oportunidades de inversión. Estos factores son susceptibles de atraer capital por parte de inversores nacionales e internacionales.

ii. Operaciones Buy Out

Dentro de la industria del capital riesgo, y en paralelo al *venture capital* analizado, encontramos las operaciones *buy out*, consistentes en la adquisición de empresas mediante un cierto grado de apalancamiento. Las operaciones de *Leveraged Buy Out* (LBO) suelen tener como objetivo empresas familiares o empresas con problemas de reestructuración, que necesitan medios de financiación y una reorganización en su núcleo. Por tanto, a diferencia del *venture capital*, las LBO se centran en empresas maduras con necesidades puntuales, como necesidades expansión o de reestructuración de deudas (Manzano, M^a C. (2008)).

También a diferencia de lo que sucede con el *venture capital*, en las LBOs los fondos se obtienen mediante un elevado apalancamiento, y no solo mediante aportaciones de capital por parte de inversores privados. Esto hace que el riesgo asociado a estas operativas sea más elevado, generando una rentabilidad elevada. Las LBOs se han desarrollado mucho en los últimos años, y gozaron de gran popularidad en los años previos a la crisis, debido a la posibilidad de transferir los riesgos asociados a estas operaciones mediante el uso de derivados financieros.

El apalancamiento en las LBOs se gestiona generalmente por los fondos de capital riesgo encargados de organizar la operación, asumiendo al final la empresa adquirida todo el endeudamiento. La alta rentabilidad que ofrecen estas operaciones, ha provocado un auge de las mismas en la UE, según concluyó una encuesta realizada en 2006 por el *Banking Supervision Committee* del Eurosistema, cuyo objeto era conocer la magnitud de la implicación de la banca en este negocio y sus eventuales consecuencias para la estabilidad financiera del sistema. Tanto el número como el tamaño de estas operaciones crecieron en los años previos a la crisis y, tras el período de recesión, en que se frenó en seco, volvió a despegar con fuerza durante los dos últimos años hasta la actualidad.

Las principales características de una operación de LBO pueden resumirse en tres:

- a) Elevado apalancamiento. La deuda utilizada para la inversión debe ser repagada, por lo que la empresa participada debe ser susceptible de generar suficientes flujos de caja como para hacer frente a esa deuda.
- b) Incentivos. Los gestores de la operación tienen incentivos para la correcta gestión de la inversión y de la actividad de la empresa, ya que invierten sus propios fondos y pasan a formar parte del órgano de gobierno de la misma.
- c) Propiedad privada. Las operaciones de LBO se gestionan de forma privada hasta que la mayor parte de la deuda ha sido devuelta y la empresa participada da señales de un funcionamiento correcto.

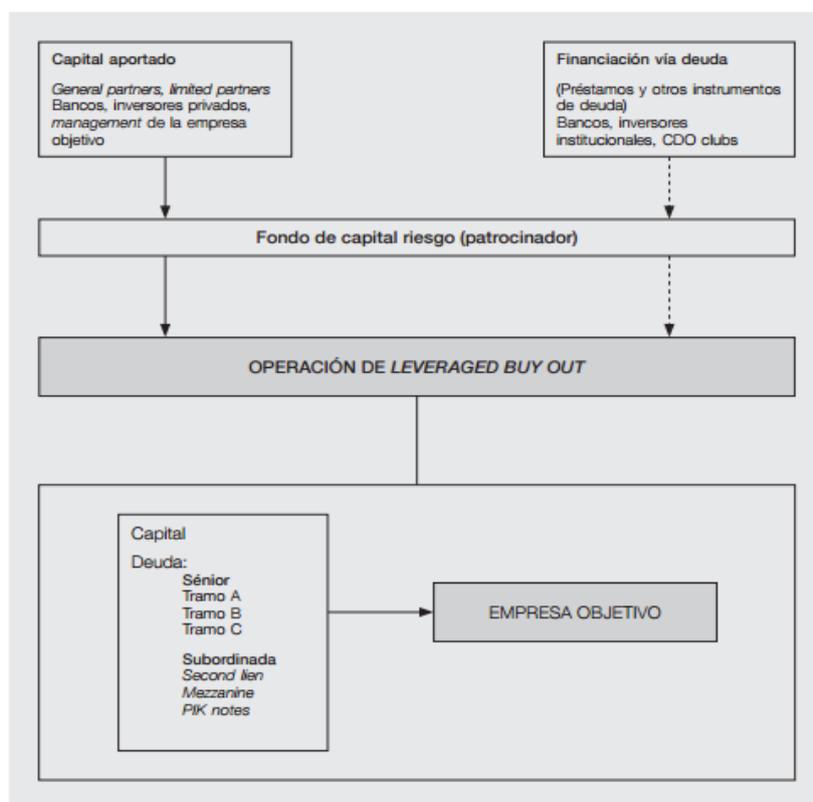
El siguiente esquema muestra la estructura de una operación de LBO. Como puede verse, los recursos del fondo se componen de capital aportado por inversores privados, bancos o por los propios gestores del fondo en cuestión, y por recursos ajenos captados mediante endeudamiento. Los gestores del fondo, igual que sucede en *venture capital*, suelen participar en el capital invertido, así como en la gestión de la empresa participada, incentivando así una gestión eficiente. El resto de inversores aportan el grueso del capital, y sus pérdidas quedan limitadas a la cuantía aportada.

Por su parte, los bancos que participan en la operación pueden buscar terceros interesados en aportar capital, de forma que la parte de deuda del fondo se estructura a través de un préstamo sindicado, o titulizan la deuda a través de CDOs, distribuyéndola entre otros inversores que compran dichos derivados.

La deuda de una operación LBO puede ser deuda sénior o deuda subordinada. La primera goza como colateral de los activos de la empresa participada, y se divide en varios tramos dependiendo del tipo de amortización y del plazo. Por su parte, la deuda *mezzanine* suele exceder de los cinco años y se amortiza a vencimiento, mientras que la *second lien debt* es un híbrido entre la *senior debt* y la *mezzanine*. Las *Payment In Kind Notes* o PIK, se caracterizan por incluir una opción para el tenedor de pagar la deuda con bonos o acciones. El coste de endeudamiento dependerá del tipo de deuda emitida. Cada operación, dependiendo de sus características, tendrá una estructura u otra, aunque en Europa, existe una alta preferencia por

la deuda sénior. El cash-flow de la empresa participada con la operación proporciona los recursos para hacer frente a la carga de la deuda.

Tabla 5.



Las operaciones LBO se consideran poco líquidas y el horizonte temporal de las mismas suele ser de entre cinco y siete años. Los inversores obtienen su rentabilidad de la diferencia entre el precio de entrada en la empresa objetivo y el precio de salida cuando se decide desinvertir. El apalancamiento, como comentábamos, suele ser elevado, lo cual viene propiciado, en parte, por los bajos tipos de interés de la deuda.

Este alto apalancamiento conlleva unos riesgos que hay que tener en cuenta, en caso de un escenario de estrés financiero que provoque impagos de esas deudas, y pueda contagiar a todo el sistema, como ya sucedió en 2008. En relación con estos riesgos, cabe recordar que, a través de derivados financieros como los CDOs, las entidades bancarias diversifican esos riesgos, repartiendo la deuda entre distintos operadores, de forma que se distribuye el riesgo. La proliferación de esta clase de derivados ha favorecido la expansión de las actividades de LBO, ya que evitan a las entidades bancarias asumir todo el riesgo de una operación de estas características, de la misma forma que sucede si se pacta un préstamo sindicado, en el que no será sólo una, sino varias entidades bancarias las que asuman la deuda y, por tanto, los riesgos asociados a esa deuda. La reciente crisis *subprime* originada en E.E.U.U. resulta un buen ejemplo de esos mecanismos de contagio de unos agentes a otros.

En España, a partir de 2005 se impulsaron estas actividades, a raíz de la aprobación del nuevo marco legal de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (Ley 25/2005), que estimuló la creación de estas entidades y mantuvo un régimen fiscal favorable (las plusvalías estaban exentas en un 99% y los dividendos obtenidos no tributaban). Una vez superada la peor fase de la crisis, y después de unos datos optimistas en 2013 y 2014, las perspectivas para 2015

son positivas, debido, principalmente, a la existencia de oportunidades de inversión y a la disponibilidad de recursos propios. Se espera que la actividad de capital riesgo crezca exponencialmente en el ámbito de la empresa familiar.

iii. Tratamiento fiscal de las Entidades de Capital Riesgo (ECR)

El art. 50 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (TRLIS) hace referencia al tratamiento fiscal de las Entidades de Capital. Se caracteriza por establecer una exención del 99% para las plusvalías obtenidas por las ECR de sus inversiones típicas, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive, aunque con la nueva redacción del artículo, se condiciona su aplicación a que no resulte aplicable la exención total prevista en el artículo 21, el cual establece una única exención para los dividendos y plusvalías procedentes tanto de entidades residentes como no residentes en territorio español, con el fin de evitar la doble imposición. De esta forma, el artículo 21 extiende la exención aplicable a las plusvalías derivadas de la transmisión de entidades extranjeras, a aquellas que se obtengan de la transmisión de participaciones en entidades españolas.

Sin embargo, la exención del 99% no podrá aplicarse si las rentas se obtienen al transferir inmuebles no afectos durante todo el período a actividad económica, y que representen al menos el 85% del valor contable de todos los inmuebles de la sociedad participada. Tampoco pueden existir vinculaciones entre la ECR y los socios de la participada.

Por otro lado, desde 2014, se agilizó el régimen de las ECR, al reducir las cargas administrativas, de forma que ya no necesitan autorización por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sino sólo un registro en la misma.

Adicionalmente, las ECR están exentas de tributar por el Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) en las operaciones de gestión y depósito de estas entidades gestionadas por las sociedades gestoras autorizadas y registradas en los Registros correspondientes, del mismo modo que estarán exentas del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, en su modalidad de operaciones societarias, las operaciones de constitución y de aumento de capital de las ECR.

Junto a todo ello, la tributación que deben soportar los inversores en ECR es, a grandes rasgos, la siguiente:

- a) Inversores personas jurídicas españolas en régimen general. No tributarán por los dividendos obtenidos, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia, y las plusvalías darán derecho a una deducción con el fin de evitar la doble imposición.
- b) Inversores personas jurídicas españolas en régimen especial de Sociedades Patrimoniales. Las plusvalías de estas sociedades tributarán al 40%, siempre que no haya transcurrido 1 año desde su adquisición y posterior transmisión, y al 15% en el resto de supuestos. Los dividendos tributarán al 16%.
- c) Los inversores no residentes sin establecimiento permanente en España, no quedarán sometidos a tributación en España por los dividendos y plusvalías derivados de la inversión en una ECR salvo que la renta se obtenga a través de un paraíso fiscal.
- d) Inversores personas físicas. Se les aplica el régimen fiscal general. Las plusvalías tributarán al tipo de cada contribuyente dependiendo del caso en concreto. Los

dividendos tributarían a un máximo del 18% sin que se prevea la aplicación de deducciones.

En términos generales, la regulación de las ECR pretende facilitar el uso de estas entidades, concediéndoles determinados beneficios fiscales. Ésta es una de las claves de su reciente expansión en el territorio español.

Por otro lado, en la nueva regulación de las ECR, se regula la figura de las ECR-Pymes. Las ECR-Pymes deberán mantener al menos el 75% de su activo computable en los siguientes instrumentos financieros:

- a. Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquellas y participaciones en el capital
- b. Préstamos participativos
- c. Instrumentos financieros híbridos (siempre que la rentabilidad de los mismos esté ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa y que la recuperación del principal en caso de concurso no esté plenamente asegurada)
- d. Instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos anteriores y
- e. Acciones o participaciones en otras ECR-Pyme

Además, las empresas objeto de la actividad inversora de las ECR-Pyme deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a. No estar admitidas a cotización en un mercado secundario regulado en el momento de la inversión
- b. Tener, en el momento de la inversión, menos de 250 empleados.
- c. Que, en el momento de la inversión, o bien su activo anual no supere los 43 millones de euros, o bien su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros.
- d. Que no se trate de una institución de inversión colectiva.
- e. Que no se trate de empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria.
- f. Que estén establecidas en Estados miembros de la Unión Europea o en terceros países (salvo que el tercer país figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales). Asimismo, en caso de estar establecidas en un tercer país, se exige que éste haya firmado con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información o un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria.

En cuanto al capital social mínimo exigido a las ECR-Pyme, será de 900.000 euros, frente a las comunes, que será de 1,2 millones de euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50% y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad.

B) Crowdfunding y Crowdlending

El *crowdfunding* es una actividad de reciente creación que ha ganado popularidad a raíz de la crisis, a pesar de que sigue sin estar muy desarrollada en España. Consiste en reunir a un grupo de pequeños ahorradores que desean utilizar su capital para financiar proyectos innovadores, a la vez que obtienen una remuneración por la asunción del riesgo, que dependerá del capital

aportado y del tipo de proyecto en cuestión. Se trata, por tanto, de un lugar, que no tiene el por qué ser un lugar físico, en el que se reúnen demandantes y ofertantes de capital. Es muy habitual que suelen funcionar a través de plataformas on-line, con un sistema similar al de una red social, en la que se enumeran los proyectos disponibles en los que se puede invertir, la rentabilidad esperada en cada uno, y el nivel de riesgo de cada uno. Es una forma de financiación pensada para inversores particulares, sin mínimo de capital o con mínimos reducidos, al contrario de lo que sucedía con el capital riesgo, más destinado a inversores institucionales y grandes capitales. Se caracteriza, por tanto, por tratar de reunir capital procedente de un gran número de ahorradores, con el fin de financiar uno o varios proyectos innovadores, generalmente relacionados con las nuevas tecnologías.

Cuando se intenta captar fondos para financiar un proyecto a través de este sistema, es habitual fijar un objetivo de recaudación en un plazo determinado. Así, si el promotor de ese proyecto en cuestión ha logrado recaudar el capital que se había fijado como objetivo en el plazo establecido, habrá cumplido su misión y podrá llevar a cabo su proyecto. Si no lo logra, pueden suceder dos cosas, dependiendo del tipo de plataforma utilizada: que el promotor utilice la cuantía recaudada hasta la fecha, aunque esté por debajo del objetivo; o que no obtenga financiación alguna, al no haber llegado a su objetivo, y no pueda desarrollar su proyecto. Ello dependerá de las características de cada proyecto.

El *crowdfunding*, que puede recibir múltiples denominaciones, como “financiación colectiva” o “micromecenazgo”, es un sustituto de las fuentes de financiación tradicionales, especialmente en determinados segmentos de negocio no cubiertos por los bancos. Esta forma de financiación impulsa el crecimiento económico a través del nacimiento de iniciativas empresariales y el favorecimiento a la innovación, especialmente en contextos de crisis o recesiones, en que el rédito bancario se estanca y no fluye el dinero hacia la economía real.

Se distinguen dos modalidades dentro del *crowdfunding*, dependiendo de la forma de inyectar financiación. Así, hablamos de *crowdfunding* propiamente dicho, cuando los inversores aportan *equity*, convirtiéndose en accionistas de la empresa, de modo que su rentabilidad va directamente ligada al futuro de la empresa. Por otro lado, estaremos ante un ejemplo de *crowdlending*, cuando los inversores se convierten en acreedores de la empresa o el proyecto objetivo, ya que obtienen un instrumento de débito a cambio de su aportación, como bonos o cualquier instrumento de renta fija.

Aunque no existen datos estadísticos completos y fiables sobre el desarrollo de esta actividad en Europa, el informe realizado por Massolution en 2012 estima que el 59% de la financiación a través de estas plataformas tuvo lugar en América del Norte en 2012, mientras que el 35% se ejecutó en países europeos. Resulta complicado decir qué parte de este porcentaje correspondería a España, si bien es sabido que este tipo de financiación está mucho más desarrollado en países como Reino Unido, donde la regulación sobre la misma es mucho más laxa. Xavier Olivella, miembro fundador de la Asociación Española de Crowdfunding, asegura que por cada dólar que aporta un norteamericano al *crowdfunding*, un español aporta cuatro céntimos.

A nivel mundial, se estima que el volumen total financiado a través del *crowdfunding* pasó de los 530 millones de dólares en 2009, a los 2.806 millones en 2012. En cuanto a la distribución geográfica de las plataformas, el informe de Massolution indicaba que el 60% de las mismas se encontraban en E.E.U.U., mientras que el 30% pertenecían a países europeos. En España, este mercado pasó de los 19 millones de euros en 2013 a 62 millones en 2014, una cifra aún muy por

debajo de algunos de los países vecinos, pero que se triplica de año a año, siendo las previsiones para 2015 más optimistas.

La regulación de estas actividades es imprescindible, debido a los riesgos de solvencia y liquidez presentes. Sin embargo, debe lograrse una regulación equilibrada, que proteja al pequeño inversor, pero que permita el desarrollo de esta fuente complementaria de financiación. Recientemente, el Gobierno español sometió a las plataformas de *crowdfunding* a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y limitó la cuantía de las inversiones anuales que los inversores particulares podían destinar a estas plataformas, siendo, como máximo, de 10.000 euros, en el caso de inversores no cualificados.

La normativa española en torno al *crowdfunding* es más rígida que la de otros países, como Reino Unido. Uno de los aspectos controvertidos es el tratamiento fiscal que se le da, ya que dependerá de muchos aspectos que pueden variar. Así, en caso de tratarse de un microcrédito o préstamo, y el receptor se trate de una persona física, los intereses de la inversión tributarán como gasto deducible en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), y en el Impuesto de Sociedades (IS), en caso de tratarse de una persona jurídica. Estos son los casos más habituales cuando hablamos de plataformas de *crowdfunding*. Sin embargo, en la nueva normativa implantada en 2015 se reducen las posibilidades de deducción de dichos intereses, haciéndolo un instrumento menos atractivo.

El 28 de abril de 2015 se publicó la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (LFFE). En su título V se introduce por primera vez un régimen jurídico para las plataformas de *crowdfunding*. La norma establece que las plataformas deben cumplir con una serie de requisitos en el ejercicio de su actividad, entre otros, tener su domicilio social y efectiva administración en el territorio nacional o en otro Estado miembro de la Unión Europea, constituirse como sociedad de capital, contar con una buena organización, que sus administradores sean personas de reconocida honorabilidad empresarial y profesional y con los conocimientos adecuados y disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio, así como cumplir con ciertos requisitos financieros. Además, el importe máximo de captación de fondos por proyecto a través de cada plataforma no podrá superar los 2.000.000 de euros.

C) Business Angels

Un business angel o “ángel de los negocios” es un particular solvente que aporta capital propio, conocimientos técnicos y contactos personales a título privado, a una empresa de nueva creación. Pueden invertir tanto en empresas nuevas, que necesitan desarrollarse, o a empresas que se enfrentan a una fase de crecimiento y expansión, y las aportaciones suelen situarse entre los 50.000€ y los 300.000€, limitándose, generalmente, a empresas regionales de la zona de residencia del inversor (Colomer i Espinet, A. (2009)). Se trata de una forma de financiación valiosa, ya que si un emprendedor recibe financiación de un business angel, supondrá una señal de confianza por parte del inversor, que dará pie a mejorar la imagen de la nueva empresa y a poder recibir fondos de nuevas fuentes.

Se puede establecer una clasificación de los business angel en función del papel que juegan dentro de la empresa en la que invierten:

- a) Business angels empresariales. Son inversores que se implican en la gestión de la empresa en la que han invertido, aportando sus conocimientos y asesoramiento.
- b) Business angels trabajadores. Son inversores que desean dar un giro a su vida profesional, cambiando de actividad o prolongando su vida laboral.
- c) Business angels consultores. Se limitan a aportar conocimientos o *know how*, sin aportar capital, y su actividad consiste en asesorar a la empresa en cuestión.
- d) Business angels financieros. Se limitan a aportar capital, sin involucrarse en la gestión de la empresa invertida, con el único fin de obtener una rentabilidad.

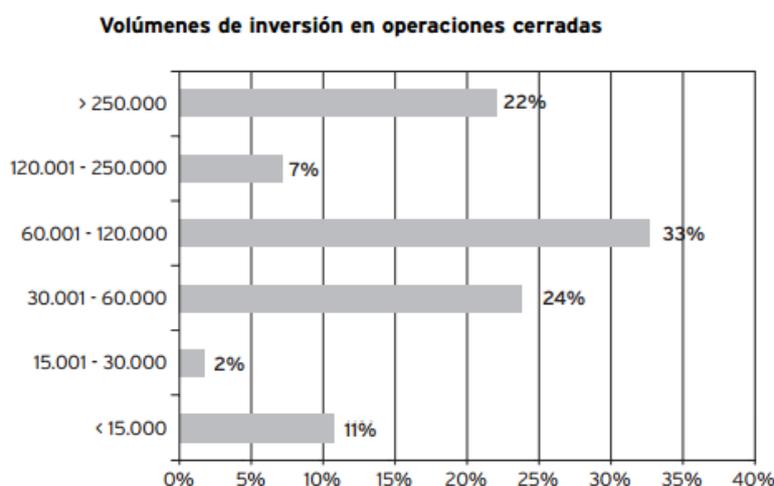
Al mismo tiempo, aunque generalmente un business angel es un empresario o un particular único que aporta su propio capital, también es posible hablar de business angels sindicados, es decir, un grupo de particulares con capitales relativamente elevados, que buscan oportunidades de inversión de forma conjunta.

La actividad de los business angels en Europa se concentra en Reino Unido, Francia y Alemania, donde operan más del 80% de este tipo de inversores. Se trata, una vez más, de una forma de financiación desconocida por una amplia mayoría en España, aunque tras la crisis se está expandiendo en distintos ámbitos.

Del mismo modo que el capital riesgo, se trata de una forma de invertir con elevados riesgos. Así lo puso de manifiesto un estudio realizado por C. Masso y R. Harrison en 2002, en el que concluían que, del total de operaciones llevadas a cabo en Reino Unido, un 20% significaron un beneficio anual medio superior al 50%, un 33% acabaron en pérdida total, y un 13% sufrieron pérdidas parciales. Asimismo, el plazo medio de las inversiones que generaron una plusvalía positiva fue de cuatro años, aumentando las probabilidades de sufrir pérdidas tanto en plazos inferiores como superiores.

Los volúmenes de las inversiones de los business angels en España también son inferiores a los volúmenes en los países mencionados. En el siguiente gráfico se indican los porcentajes en cada tramo de inversión, según un estudio realizado por la Red Española de Business Angels (ESBAN). Como puede observarse, la mayor parte de las operaciones presentan cuantías de entre 60.001 y 120.000 €, siendo también numerosas las operaciones de cuantías inferior, por encima de los 30.000€.

Gráfico 2.



Fuente: Red Española de Business Angels (ESBAN).

En cuanto a las industrias en las que suelen invertir los business angels, aunque los proyectos innovadores relacionados con la tecnología tienen bastante peso, no tienen el por qué ser el foco de atención de muchos inversores. Así, en Reino Unido, sólo el 30% de las inversiones se destinan a proyectos tecnológicos, mientras que en España se suele invertir en industria, comercio, servicios y comunicaciones e informática. Lo que más valoran los inversores a la hora de decantarse por un proyecto no es tanto el negocio, sino el plan de la empresa, la idea, y el equipo directivo, incluyendo sus conocimientos y su predisposición a trabajar.

En España, el perfil de un business angel es el de un varón de entre 40 y 50 años, de renta media-alta y residente en zonas urbanas, que invierte mayoritariamente en proyectos de familiares o conocidos. El 62% son hombres, y el 35% son inversores privados con estudios superiores. El problema en España, es que sólo se financian, aproximadamente, el 1,7% de proyectos de desconocidos, ya que la gran mayoría de business angels invierten en proyectos de familiares o conocidos. Existen muchas reticencias aún a invertir en proyectos de emprendedores desconocidos. Esto puede deberse a la falta de experiencia o conocimientos de los business angels para analizar una idea correctamente y poder tomar una decisión de forma objetiva, basándose en los potenciales riesgos y en la rentabilidad esperada de la inversión. Esto supone una barrera importante a la expansión de los business angels como fuente de financiación, que debería solucionarse a través de una mayor cultura financiera por parte del inversor, o recurriendo a asesoramiento externo por parte de expertos en la materia, que actuarían como consultores del business angel a la hora de decidir en qué proyectos invertir.

i. Redes de Business Angels

La Unión Europea ha tratado de fomentar la aparición y consolidación de la figura del business angel, como instrumento para ayudar a los emprendedores a desarrollar sus ideas de negocio. Con ese fin se emitió en Bruselas en 2002 un estudio titulado “Comunicación de la Comisión al Consejo y el Parlamento Europeo sobre la aplicación del plan de acción para el capital riesgo”.

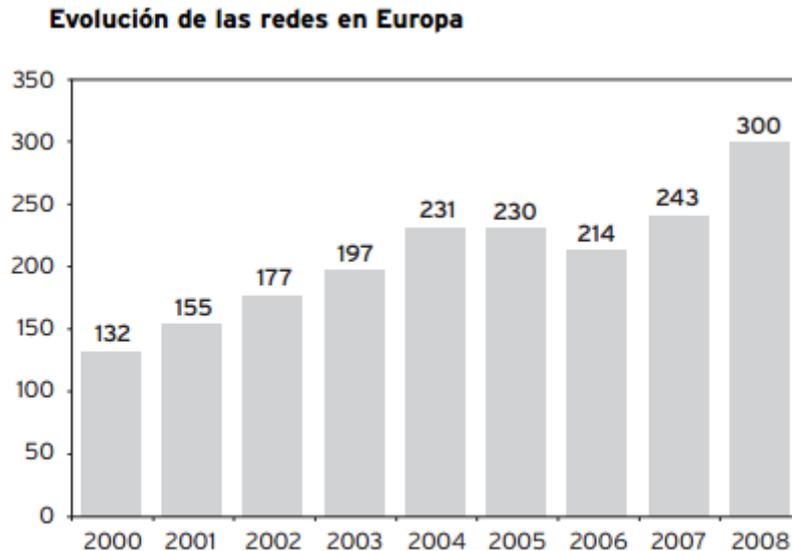
Con ese informe se ponía de manifiesto la dificultad para emprendedores de encontrar business angels adecuados para sus proyectos, especialmente en países mediterráneos, donde prima mucho el anonimato de estos inversores, al contrario de lo que sucede en los países anglosajones, donde ser un business angel es algo valorado muy positivamente y un motivo de ostentación social. Con el fin de facilitar el contacto entre demandantes y ofertantes de fondos en el ámbito de los business angels, se crearon las redes de business angels.

Estas redes buscan ser lugares, tanto presenciales como a distancia, de encuentro entre oferta y demanda, teniendo siempre en cuenta los requisitos específicos de cada inversor y de cada emprendedor, de forma que se trata de poner en contacto a la mejor oferta con la mejor demanda, en base a las características propias de cada parte. Según su ámbito de actuación, podrán tratarse de redes nacionales o regionales. En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de las redes europeas hasta 2008, año en que se sufrieron duramente los efectos de la crisis, pero, a pesar de ello, el número de redes continuó aumentando, debido a la escasa financiación disponible en ese período por parte de los bancos.

Un ejemplo de estas redes es la austríaca i2, la cual se ha dado a conocer a través de medios de comunicación como periódicos y televisión, o internet, además de servirse de socios locales en todas las provincias para promover la idea de la inversión a través de business angels. Otro ejemplo más cercano es Lanzadera, la red del empresario valenciano Juan Roig, a través de la

cual Roig aporta continuamente capital personal para financiar nuevos proyectos de emprendedores valencianos, centrándose en las ideas y las personas. En Lanzadera no sólo se aporta capital económico, sino que también se presta apoyo de todo tipo al emprendedor, tanto a través de cursos formativos como en la propia gestión de su empresa.

Gráfico 3.



Fuente: EBAN.

D) Emisiones de deuda. Renta Fija.

Hasta ahora hemos analizado fuentes de financiación alternativas para empresas pequeñas o de nueva creación. En este apartado nos centraremos en un recurso que ha cobrado fuerza durante los años posteriores a la crisis financiera entre empresas grandes, ya consolidadas, como vía para obtener fondos más allá de los préstamos bancarios. Se trata de la renta fija privada, es decir, emisiones de deuda en forma de bonos, obligaciones o pagarés, siguiendo un procedimiento similar al que sigue el Tesoro Público.

Entre las opciones más habituales de estas empresas están los pagarés, valores cupón cero emitidos al descuento, con vencimientos que van desde los 7 días hasta los 25 meses. Son instrumentos a corto plazo. Sin embargo, si lo que se desea son emisiones a más largo plazo, se suele recurrir a los bonos, con vencimientos de 2 a 30 años, y a las obligaciones, cuyos plazos de vencimiento suelen ser aún mayores. Son valores mobiliarios de renta fija, cuyas características (tipos de interés, cupones, vencimiento, precios de emisión...) varían mucho dependiendo del emisor.

Los principales riesgos de estos instrumentos son:

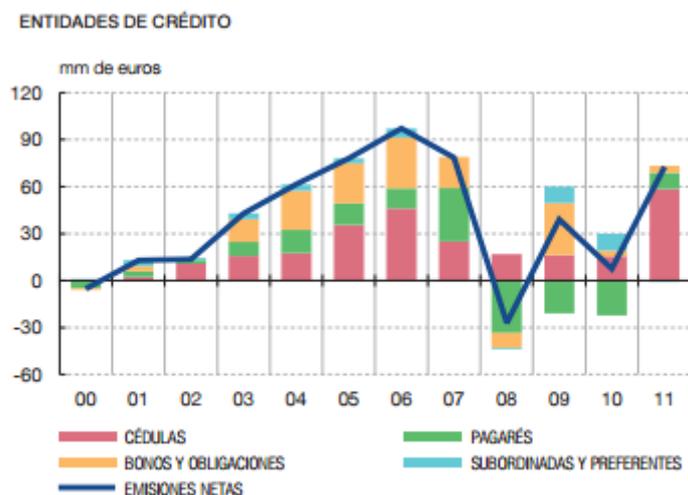
- a) Riesgo de mercado. Se trata de la posibilidad de sufrir pérdidas de valor en las posiciones mantenidas debido a movimientos adversos en los precios de mercado.
- b) Riesgo de liquidez. Es el riesgo de que los inversores no encuentren contrapartida para sus activos antes del vencimiento de los mismos.
- c) Riesgo de crédito. La posibilidad de un incumplimiento contractual por parte del emisor de la deuda, de forma que no haga frente a los pagos que le corresponden.

- d) Riesgo de variación en la calidad crediticia. Es la posibilidad de que las agencias de calificación modifiquen el rating crediticio del instrumento o del emisor, afectando así al precio de los mismos.
- e) Riesgo de cambio. Se da en el caso de activos emitidos en una divisa diferente a la propia.

En los años previos a 2007, el optimismo y los buenos resultados empresariales generaban un clima favorecedor para las emisiones de deuda privada, acompañados de los bajos tipos de interés y política monetarias expansivas por parte del Banco Central Europeo. Era una época de infravaloración de riesgos, que hacía muy rentable para las empresas emisoras el financiarse a través de emisiones de deuda privada. Todo ello sufrió un cambio radical en 2007 con la llegada de la crisis *subprime*.

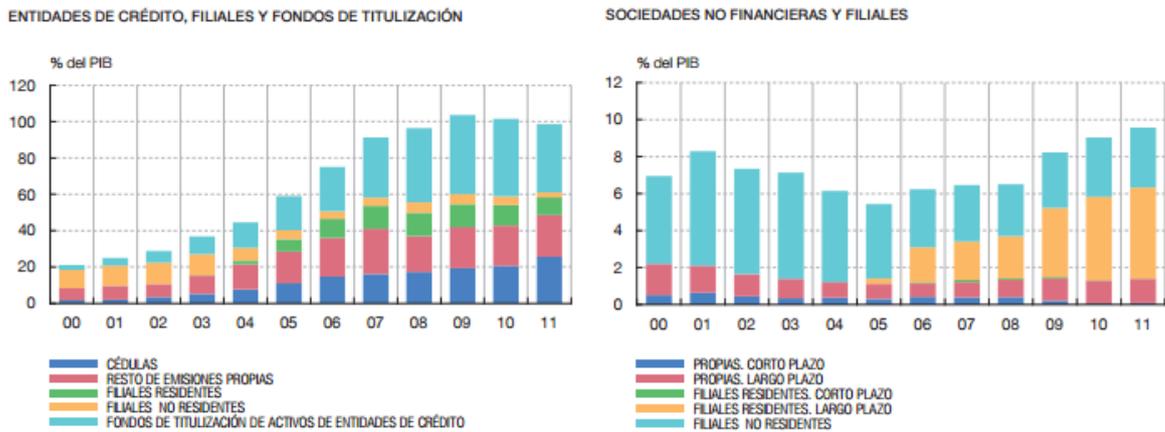
En España, entre 2000 y 2006, el volumen de emisiones pasó de 29 millones de euros a 219. De este modo, el saldo vivo de los títulos emitidos por el sistema financiero en 2006 representaba el 75% del PIB español (García Vaquero, V. y Alonso, F. (2012)). Las emisiones de entidades no financieras seguían siendo residuales, y se situaban entre el 6% y el 8% del PIB. Las entidades financieras necesitaban financiación, ya que los depósitos no alcanzaban para financiar la expansión del crédito que estaba teniendo lugar durante esos años correspondientes a la burbuja inmobiliaria, y las emisiones de deuda eran una buena forma de obtenerla, debido a las condiciones favorables y a la infravaloración de los riesgos. En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de las emisiones de renta fija por tipos de instrumentos emitidos de las entidades financieras, apreciándose un repunte en 2006, con un claro dominio de los bonos y las cédulas hipotecarias.

Gráfico 4.



Los principales instrumentos utilizados por las entidades de crédito eran los bonos titulizados y las cédulas hipotecarias. En 2006, el peso de estos dos tipos de instrumentos sobre el total de emisiones era del 52%, mientras que en el año 2000 representaban sólo el 22%. Esta avalancha de emisiones de este tipo de instrumentos se debió al auge de los préstamos hipotecarios, que son los principales activos que actúan como garantía, en el caso de las cédulas. En la siguiente gráfica se representan los saldos vivos de valores de renta fija por años, desglosados por instrumentos. Se aprecia el avance hasta 2009, año en que se frena y sufren un revés, reduciéndose el saldo rápidamente.

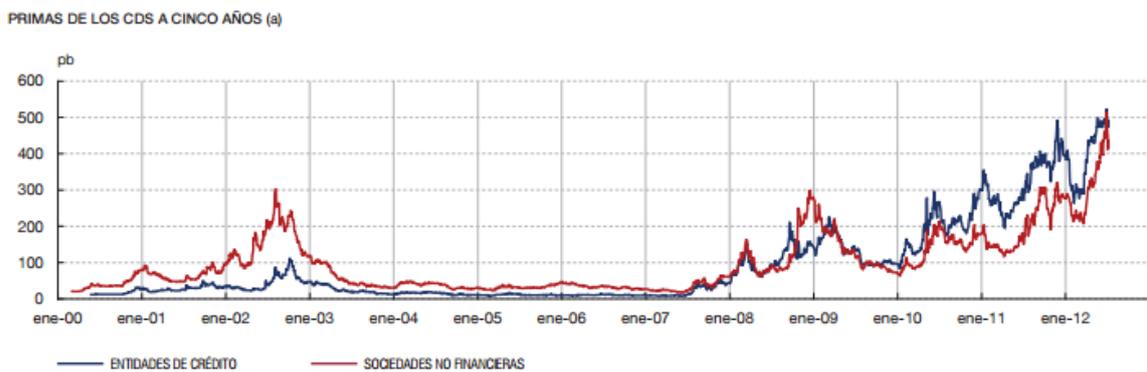
Gráfico 5.



FUENTE: Banco de España.

A partir de 2007, la evolución de las emisiones de deuda cambió sustancialmente. Los productos que más afectados se vieron fueron los valores de titulización, debido a la desconfianza generalizada que había hacia ellos, a raíz de lo sucedido. Los mercados primarios de emisión también sufrieron un descenso en los volúmenes de bonos y pagarés, debido a la revaluación de los riesgos a partir de 2008. La creciente percepción del riesgo se reflejaba en los precios negociados por los activos emitidos, provocando un fuerte repunte de las primas de riesgo y aumentando la volatilidad del período. Las primas de emisión aumentaron considerablemente, debido al clima de desconfianza y al considerable aumento de los riesgos asumidos. En el gráfico se observa la repentina inestabilidad en las primas de los Credit Default Swaps (CDS) a 5 años, tanto de entidades financieras como no financieras, a partir de 2007.

Gráfico 6.



El acceso a los mercados de deuda se dificultó debido al deterioro de la calidad crediticia de los títulos emitidos en un contexto de mayor incertidumbre y aversión al riesgo, hecho que se intensificó a partir de 2010, con la crisis de deuda soberana.

Sin embargo, otros instrumentos se vieron favorecidos por la nueva coyuntura, como las emisiones con aval público, después de que en 2009 se habilitara un sistema de ayudas públicas hasta un máximo de 100 millones de euros. El volumen captado por estos títulos se fue moderando una vez que las entidades fueron agotando los límites disponibles. La oferta neta emitida a través de estos valores en el período comprendido entre 2009 y 2011 asciende a 76 millones de euros. Asimismo, 2011 también fue un año positivo para las emisiones de pagarés

por parte de las entidades de crédito, rompiendo la tendencia negativa de los años anteriores. En conjunto, la emisión neta de renta fija por parte de las entidades de crédito fue de 176 millones de euros entre 2007 y 2011 (Broto, C., Fuertes, A., Muñoz de la Peña, E. (2015)).

Por el contrario, en el caso de sociedades no financieras, las emisiones aumentaron en este período con respecto a los años previos a la crisis, centrándose en emisiones a largo plazo. La oferta neta de estas entidades fue de 44 millones entre 2007 y 2011, incrementando así el saldo vivo entre 2006 y 2011 del 6% del PIB al 10%. Ello demuestra las mayores necesidades de financiación de las empresas que recurren a las emisiones de renta fija, grandes compañías, al estar su actividad económica más diversificada geográficamente. Por otro lado, al no estar expuestas a la deuda pública, el grado de afectación por la crisis económica era mucho menor que el de las entidades financieras, por lo que el riesgo percibido en las sociedades no financieras era también menor. Por ello, como puede apreciarse en el gráfico anterior, sus primas de riesgo se mantuvieron por debajo de las primas observadas para las entidades financieras durante este período.

Durante 2014, las emisiones de renta fija tanto de entidades financieras como de entidades no financieras siguió creciendo. El sector público español fue el único emisor que redujo sus emisiones de deuda, debido a los procesos de consolidación fiscal en que están inmersas las principales economías europeas.

En términos generales, las emisiones de renta fija superaron ligeramente las de 2013, si bien su ritmo de crecimiento se fue moderando en la segunda mitad del año, debido al aumento en la volatilidad y la aversión al riesgo. De este modo, la mayor parte de las emisiones de deuda tuvieron lugar durante el primer y segundo trimestre.

Por su parte, la segunda mitad del año estuvo marcada por determinados hechos que propiciaron una mayor inestabilidad en los mercados financieros, como la crisis de Ucrania o las expectativas sobre un menor crecimiento en la mayoría de los países desarrollados y emergentes. Las constantes dudas sobre Grecia, o las fuertes caídas en el precio del petróleo, impulsando así a la baja los niveles de inflación, también contribuyeron a esta situación. En la tabla 5 se observan las emisiones de deuda en 2013 y en 2014, en millones de dólares, así como las variaciones interanuales y por cuatrimestres durante 2014. La zona euro en conjunto experimentó una mayor variación en 2014 respecto a 2013, mientras que en países como Reino Unido o Japón, las emisiones se vieron reducidas en 2014. Asimismo, se aprecia claramente como los volúmenes son mayores en el primer y segundo trimestre en todos los casos analizados, contrayéndose a partir del tercer trimestre. Las expectativas de crecimiento en la zona euro y Japón estaban más limitadas que en E.E.U.U. y Reino Unido, y ello se ha visto reflejado en el descenso de los tipos de interés a mínimos históricos y el lanzamiento del programa de flexibilización cuantitativa por parte del BCE, en un claro contraste con la situación macroeconómica norteamericana, donde las políticas monetarias empiezan a normalizarse.

Las sociedades no financieras mantuvieron la tendencia positiva en el volumen de emisiones desde 2012, superando en 2014 el volumen emitido en 2013. El incremento fue más pronunciado en Reino Unido, y más moderado en la zona euro y E.E.U.U. Sin embargo, parece existir un cierto contraste entre la fortaleza de las emisiones de deuda y la debilidad de la inversión empresarial, como ponen de manifiesto diversos informes del Fondo Monetario Internacional. La entidad asegura que gran parte de los fondos captados en los mercados de capitales se utilizan para inversiones no productivas, como aquellas orientadas al

mantenimiento de la cotización bursátil o al incremento del apalancamiento a través de la recompra de acciones.

Tabla 6.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

mm de dólares

	2013	2014	Variac. anual 2014 (%)	2014			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
BONOS TOTALES (a)	9.294	9.423	1,38	2.668	2.644	2.108	2.003
BONOS TOTALES DESARROLLADOS	8.860	8.951	1,04	2.550	2.475	2.019	1.908
BONOS TOTALES EME	434	471	8,48	118	169	89	96
BONOS TOTALES, POR PAÍS							
Desarrollados	8.860	8.951	1,04	2.550	2.475	2.019	1.908
Estados Unidos	3.593	3.676	2,31	940	940	885	910
Zona del euro	2.420	2.599	7,41	892	803	468	436
Reino Unido	426	421	-1,15	112	120	109	80
Japón	1.615	1.462	-9,48	366	392	376	328
Otros desarrollados	808	794	-1,57	240	220	181	153
Emergentes (b)	434	471	8,48	118	169	89	96
BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO							
Sector público	6.329	6.178	-2,38	1.757	1.672	1.424	1.324
Desarrollados	6.224	6.055	-2,72	1.715	1.636	1.401	1.302
Estados Unidos	2.468	2.472	0,13	624	610	633	605
Zona del euro	1.685	1.741	3,35	601	528	327	285
Reino Unido	242	207	-14,37	58	53	55	41
Japón	1.465	1.331	-9,10	336	357	331	307
Otros desarrollados	365	304	-16,69	96	89	55	64
Emergentes	105	123	17,73	42	36	23	22
Sociedades no financieras	1.568	1.586	1,12	409	479	313	385
Desarrollados	1.313	1.340	2,01	352	387	271	330
Estados Unidos	676	697	3,09	168	189	127	213
Zona del euro	320	334	4,22	107	111	57	58
Reino Unido	91	102	12,34	26	24	30	22
Japón	103	73	-29,43	12	23	25	12
Otros desarrollados	123	134	9,03	38	40	31	25
Emergentes	255	246	-3,45	57	92	42	55
Sector bancario	1.104	1.340	21,42	438	398	289	216
Desarrollados	1.029	1.239	20,34	419	357	264	198
Estados Unidos	285	355	24,73	115	91	80	70
Zona del euro	378	446	18,22	169	146	71	60
Reino Unido	53	90	70,53	24	30	21	14
Japón	37	46	23,40	15	9	18	5
Otros desarrollados	277	301	8,77	96	82	74	50
Emergentes (c)	75	102	36,25	19	40	24	18
Otras instituciones financieras	293	318	8,65	64	95	82	78
Estados Unidos	164	153	-6,93	34	51	44	23
Zona del euro	37	78	108,41	14	18	12	33
Reino Unido	40	22	-45,99	3	13	2	3
Japón	10	12	18,28	2	3	3	5
Otros desarrollados	41	54	31,01	10	9	21	13

En cuanto a las entidades financieras, sus emisiones aumentaron en 2014 un 21% con respecto a 2013, en un claro intento por adecuarse a los requerimientos regulatorios, modificando gradualmente la composición de los pasivos bancarios. Destacó la fortaleza de las emisiones de productos híbridos, como los bonos convertibles contingentes (CoCos), ya que dichos instrumentos pueden computar como capital *Tier 1* o *Tier 2* (primera y segunda categoría) en los balances bancarios, por lo que resultan muy útiles para las entidades bancarias para cumplir con los nuevos requisitos de capital regulatorio establecidos en el acuerdo de Basilea III.

Por otro lado, las emisiones han venido creciendo no solo en el ámbito de la renta fija, sino también en la renta variable, donde los volúmenes emitidos alcanzaron los niveles de 2009. Del mismo modo que la renta fija, las emisiones de acciones experimentaron mayor dinamismo durante la primera mitad de 2014, reduciéndose en la segunda por el entorno de mayor incertidumbre. En 2014 se produjo el mayor volumen de salidas a bolsa en países desarrollados desde 2007, siendo la zona euro y el Reino Unido particularmente dinámicos.

Por lo que respecta a 2015, el volumen de emisiones de renta fija privada en España en la primera mitad del año supera el registrado en el mismo período del año anterior. Las empresas emisoras se aprovechan del apetito inversor por rentabilidades altas, en un contexto de bajos tipos de interés, lo cual abarata las emisiones. Predominan las emisiones tipo “senior”, y el plazo medio de los instrumentos emitidos es de 8 años. En la siguiente tabla se muestran las principales emisiones que tuvieron lugar durante el primer mes del año, según la base de datos de Bankia, incluyendo las características de cada emisión, como el cupón, el plazo, la prima de emisión y el nominal. Se aprecia como las entidades no financieras tienden a presentar primas más elevadas, con Arcelormittal a la cabeza, mientras que las entidades bancarias soportan primas inferiores, como en BBVA, con un diferencial de sólo 25 puntos básicos. Las previsiones para 2015 son positivas, ya que el programa de “Quantitative Easing” o QE del BCE seguirá presionando a la baja las rentabilidades de la deuda pública.

Tabla 7.

Fecha de anuncio	Fecha de emisión	Emisor	Cupón (%)	Importe en MM. (en moneda de emisión)	Moneda	Plazo (años)	Diferencial sobre midswap (pb)	Tipo
08/01/2015	14/01/2015	ARCELORMITTAL	3,125%	750	EUR	7,0	265	Senior
12/01/2015	20/01/2015	BBVA	0,750%	1.250	EUR	7,0	25	CH
12/01/2015	20/01/2015	BPE FINANC.	2,000%	500	EUR	5,0	177	Senior
13/01/2015	21/01/2015	GAS NATURAL F.	1,375%	500	EUR	10,0	75	Senior
14/01/2015	27/01/2015	IBERDROLA	1,125%	600	EUR	8,0	65	Senior
15/01/2015	26/01/2015	CAJAS RURALES UNIDAS	1,250%	750	EUR	7,0	90	CH
21/01/2015	28/01/2015	ADIF ALTA VELOCIDAD	1,875%	1.000	EUR	10,0	119,4	Senior
22/01/2015	02/02/2015	B. SABADELL	0,900%	250	EUR	1,5		Senior
23/01/2015	06/02/2015	ENAGAS FINANC.	1,250%	600	EUR	10,0	65	Senior
27/01/2015	05/02/2015	BANKINTER	1,000%	1.000	EUR	10,0	38	CH

Algunos ejemplos más recientes de emisiones de deuda son el de Iberia, que llevaba 11 años sin emitir deuda. Esta emisión tuvo lugar en el mes de mayo, con un volumen de 70 millones de euros, un cupón anual del 3,5% para una parte de los bonos emitidos, y del 3,75% para otra, y vencimientos de 7 y 12 años. También destaca Telefonica, que durante el pasado mes de abril llevó a cabo una ampliación de capital (emisión de nuevas acciones) por valor de 3.048 millones de euros, para financiar la compra de la teleoperadora brasileña GVT.

E) Financiación en Mercado Bursátil. El MAB.

Tradicionalmente, las PYMES no han accedido al mercado bursátil debido a la abundancia del crédito bancario y la excesiva dependencia de éste. Estas empresas, en el caso de España, se financian en los mercados en un 20%, muy por debajo de las homólogas alemanas o francesas, que se acercan al 50%, o al 70% en el caso de E.E.U.U.

Estas empresas se encuentran con problemas como la carga regulatoria, a la hora de empezar a cotizar en un mercado bursátil del modo en que lo hacen las grandes compañías. Por ello, desde la década de los 90 surgieron mercados como el caso de MAB, orientado a PYMES que buscan diversificar sus fuentes de financiación. Pero uno de los principales inconvenientes a los que, supuestamente, se enfrentan los administradores de una sociedad que pretende cotizar, es la pérdida de control sobre la misma. Sin embargo, tal como exponen Antonio Giralte y Jesús

González Nieto en “Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB”, ello no es totalmente cierto, ya que la normativa bursátil española exige una dispersión accionarial en manos del público inversor de al menos el 25%, de forma que no es obligatorio “sacar a bolsa” la totalidad del capital de la empresa.

Por otro lado, estas pequeñas empresas se encuentran con costes demasiado elevados en ocasiones para acceder a un mercado bursátil. Estos costes se dividen en dos grupos: los costes de salida (comisiones y honorarios de asesores, auditores, agencias colocadoras...) y los costes correspondientes al mantenimiento de la cotización en el mercado, surgidos esencialmente de la necesidad de generar la información requerida.

Pero también existen muchas ventajas de cotizar en un mercado alternativo, como las posibilidades de expansión y crecimiento, a través de una fuente de financiación para aumentar los recursos propios, o el prestigio que adquiere la empresa, la solvencia y la transparencia. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un mercado que está promovido y organizado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y pensado para empresas pequeñas, de capitalización pequeña, que quieren expandirse. Básicamente, los inversores que acuden, sobre todo en las ofertas iniciales, son inversores institucionales pero es un mercado que está totalmente abierto para cualquier tipo de inversor. Es decir, pueden operar inversores particulares, entrar y salir sin ningún inconveniente.

Los requisitos para poder entrar a cotizar en el MAB son:

- a) Cuentas auditadas;
- b) Contar con una parte de su capital en manos de accionistas minoritarios, cuyo valor estimado supere los dos millones de euros;
- c) Designar, con carácter permanente, un Asesor Registrado que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- d) Designar un proveedor de liquidez: suscribir un contrato con un proveedor de liquidez que facilite la negociación.

Las empresas que accedan a cotizar deben aportar cierta información para que los inversores puedan hacerse un juicio correcto sobre la situación de la empresa. Deberán acompañar un documento Informativo de Incorporación, cuya estructura y contenido es similar a la del Folleto Informativo que en una salida a Bolsa estándar debe quedar registrado en la CNMV e incorpora, en su caso, un cuadro de previsiones de negocio del ejercicio actual y el siguiente. Adicionalmente, las empresas tendrán que facilitar al mercado información financiera y contable semestralmente, remitiendo los Estados financieros no auditados, y en su caso, las previsiones de negocio y grado de cumplimiento, y, con carácter anual, los estados financieros auditados. También deberán comunicar los hechos relevantes que se produzcan, es decir, aquellas circunstancias o acontecimientos que puedan afectar al precio de la compañía.

En el contexto del MAB aparecen dos figuras nuevas: el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. La primera de ellas trata de hacer frente a los problemas y requisitos de transparencia. Se trata de un elemento que, en buena medida, avalará con su reputación y prestigio la presentación en el mercado de empresas poco conocidas, de modo que cuanto más confíe el mercado en el Asesor Registrado más seguridad tendrá respecto a las nuevas compañías. Por otro lado, el Proveedor de liquidez es un intermediario financiero al que la propia compañía le aporta dinero y títulos para que pueda dar contrapartida.

En general, el capital que las empresas que empiezan a cotizar en un mercado como el MAB pueden obtener, oscila entre los 2 y los 10 millones de euros. Sin embargo, en España, la mayoría de los inversores siguen siendo reacios a invertir en este tipo de empresas, por lo que la liquidez sigue estando limitada. Según Antonio Giralte y Jesús González Nieto, deberían implantarse una serie de beneficios fiscales tales como:

a) Inversores personas físicas:

- Una fuerte deducción en la cuota íntegra del IRPF para inversiones en las ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB.
- Diferimiento de las plusvalías si se reinvierte en compañías MAB.

b) Inversores personas jurídicas:

- Asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de dividendos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades.
- Deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.
- Exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de 1 año.

A pesar de los beneficios que un mercado como el MAB puede aportar a pequeñas y medianas empresas que desean financiarse para crecer y expandirse, siguen existiendo importantes barreras de muchos tipos que hacen que la liquidez sea escasa en este mercado. Esas reticencias por parte de los inversores se alimentan con escándalos como el reciente caso Gowex, que encendió el debate de nuevo acerca de la “seriedad” de este mercado y de la laxitud de los requisitos exigidos a las empresas para entrar a cotizar en el mismo.

IV. Instrumentos alternativos de ahorro para empresas y particulares

Hasta ahora, hemos hablado de las distintas alternativas que puede tener una empresa para financiarse sin tener que recurrir a la financiación bancaria, haciendo frente así al oligopolio generado en la industria bancaria. Los años de crisis, unidos a un contexto de incertidumbre, escaso o nulo crecimiento y descensos generalizados en la inversión crediticia, hicieron muy difícil para un empresario poder obtener un crédito. De ahí la necesidad de abrir ese mercado, estudiando las opciones que cualquier empresa tiene.

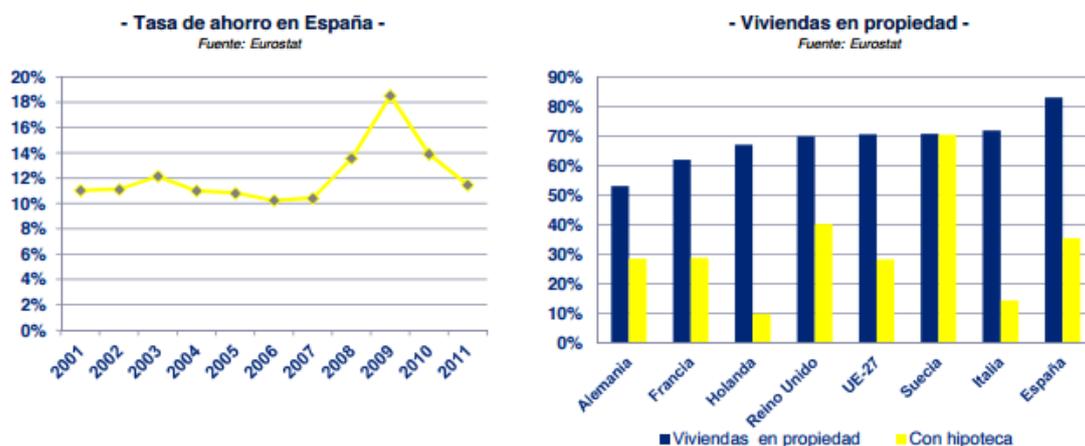
En el presente epígrafe, nos centraremos en los productos del ahorro. Tradicionalmente, el producto de ahorro estrella en España ha sido el depósito bancario, fomentando así el poder del lobby bancario. Sin embargo, las opciones que, tanto particulares como empresarios, tienen a su alcance son mucho más variadas y van mucho más allá de los depósitos. Asimismo, el activo en el que los ahorradores españoles invertían por excelencia era el inmueble, lo cual generó la burbuja inmobiliaria, cuyas consecuencias sufrimos a partir de 2008. A continuación procederemos a estudiarlos, analizándolos desde un punto de vista mayoritariamente fiscal, para conocer las ventajas e inconvenientes que presentan para el ahorrador.

A) Inversión inmobiliaria

España ha sido tradicionalmente un país en el que el principal instrumento de inversión ha sido el inmueble. Existe una cultura arraigada que ahonda en la necesidad de ser propietario de bienes inmuebles, y muchas veces, únicamente con fines especulativos. Y la carga fiscal que soportan los ahorros de los españoles no contribuye a modificar esta situación.

El departamento de abogados y asesores fiscales de Deloitte elaboró en 2012 un estudio sobre el tratamiento fiscal de los ahorros de los españoles, comparándolo con el tratamiento en los países vecinos. Dicho estudio empieza haciendo referencia a la evolución de la inversión en vivienda en el mercado español en comparación con los otros países objeto del estudio en los años previos a la crisis. Así, puede verse en el gráfico como España está por encima de la media de la UE en número de viviendas en propiedad, superando a todos los países vecinos. El inversor tipo se centra en la industria inmobiliaria como única vía para obtener rentabilidad sobre sus fondos, y ello genera burbujas especulativas como la vivida hasta el año 2008.

Gráfico 7.



Asimismo, resulta relevante observar como la tasa de ahorro en España aumenta considerablemente en los primeros años de crisis económica, debido al gran número de deudas hipotecarias que los particulares poseen después del ritmo frenético de inversiones inmobiliarias de la década anterior. Al estallar la burbuja, y empezar a caer el valor de los bienes en propiedad, los propietarios se encuentran con unas deudas inasumibles en el peor de los casos, de modo que la necesidad de ahorrar se convierte en prioridad para todos ellos, ante la incertidumbre sobre el futuro.

Sin embargo, ese rápido incremento de la tasa de ahorro de los españoles vuelve a caer rápidamente a partir de 2010.

La situación actual sugiere que la inversión inmobiliaria sigue estando arraigada en España, ya que los datos indican que el ajuste en los precios de los inmuebles parece haber concluido, y las ventas empiezan a incrementarse de nuevo.

B) Depósitos de ahorro

Los depósitos han sido tradicionalmente el producto de ahorro estrella en España, debido a su escaso riesgo y a la escasa cultura financiera de las personas físicas, que consideraban a los bancos como los únicos oferentes de productos de ahorro. En la tabla inferior puede verse la evolución de estos productos desde el inicio de la crisis. Debido a los bajos tipos de interés, que afectan directamente al atractivo de los depósitos a plazo, la contratación de estos instrumentos disminuyó en más de un 19% durante el período analizado. Ello, a su vez, afecta directamente al balance de las entidades bancarias, ya que, al reducir su pasivo en forma de depósitos, los bancos se ven obligados a obtener financiación por otras vías, como las emisiones de deuda y ampliaciones de capital, antes comentadas.

Tabla 8.

Detalle de los depósitos de residentes. €bn y % variación

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fecha	Tasa de crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Depósitos a la vista	245	263	262	270	265	282	329	dic-14	100%	34,3%	16,6%
Depósitos de ahorro	180	208	211	203	199	206	222	dic -14	67%	23,4%	7,5%
Depósitos a plazo	729	720	744	698	684	668	588	dic -14	322%	-19,4%	-12,0%
Resto											
(depósitos en moneda extranjera)	29	22	19	18	20	21	22	dic -14	729%	-26,5%	0,8%
Total depósitos OSR *	1.183	1.213	1.236	1.188	1.168	1.177	1.160	dic -14	191%	-2,0%	-1,5%

(*) Total depósitos OSR no coincide con el dato de la Tabla 1 porque aquél incorpora Pasivos por transferencia de activos, Depósitos subordinados, CTAs e Instrumentos híbridos.

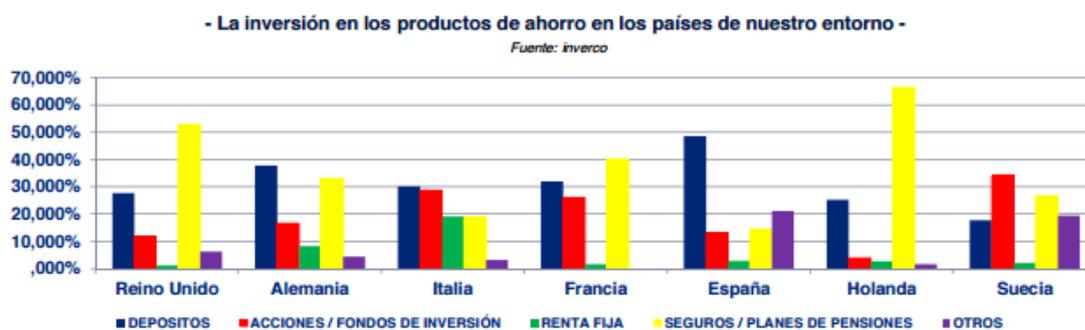
Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

Los rendimientos derivados de depósitos, así como los de otros instrumentos de ahorro, como los activos de renta fija y los dividendos de acciones, se califican como rendimientos del capital mobiliario, y tributan en la base imponible del ahorro del IRPF, en el caso de las personas físicas. Estos rendimientos tributan al 20% hasta los primeros 6.000€, al 22% hasta los 50.000€, y el resto, al 24%, siendo los tipos impositivos correspondientes para el próximo ejercicio 2016 del 19%, 21% y 23%.

La entidad pagadora de rendimientos del capital mobiliario está obligada a practicar una retención previa del 20% (con alguna excepción, como es el caso de las letras del Tesoro, o las rentas derivadas de la transmisión de renta fija cotizada).

Este tratamiento fiscal no resulta muy favorable para el ahorrador, especialmente en un contexto de bajos tipos de interés en el que resulta complicado. A pesar de ello, tradicionalmente los depósitos han copado el mercado del ahorro en España. En el siguiente gráfico, puede observarse una comparativa entre España y las economías vecinas respecto de los productos más recurrentes para los ahorradores. Como podrá comprobarse, España es líder en depósitos, mientras que la renta variable y la renta fija están muy poco desarrolladas en comparación a otros países. Suecia presenta una elevada tasa de recursos destinados a los fondos de inversión, mientras que Holanda tiene como producto estrella los planes de pensiones y seguros, lo cual significa que los holandeses invierten pensando en el muy largo plazo, al igual que los británicos.

Gráfico 8.



En los últimos meses, se ha observado un aumento en la utilización de otros activos como acciones y fondos de inversión, debido sin duda a la escasa rentabilidad ofrecida por esos instrumentos tradicionales (tipos de interés en la zona euro rozando el 0%), que despierta el apetito inversor por rentabilidades más atractivas.

C) Renta Variable. Acciones.

Las acciones, como activos financieros susceptibles de aportar rendimiento a su tenedor, deben ser analizadas desde dos puntos de vista distintos: por los dividendos, que serán considerados rendimientos del capital mobiliario, como en el caso de los rendimientos de los depósitos; y por su transmisión o venta, en cuyo caso estaremos ante una ganancia patrimonial, calculada como la diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición.

De esta forma, los dividendos procedentes de acciones tributarán como rendimientos del capital mobiliario, a los tipos correspondientes del 20%, 22% y 24%, quedando sujetos a la misma retención del 20%. En el caso de un dividendo que se pague en acciones, la tributación será a los mismos tipos impositivos, teniendo en cuenta el valor de mercado de las acciones recibidas a efectos del cómputo del rendimiento en forma de dividendos.

Por otro lado, la transmisión o venta de las acciones en propiedad generará una ganancia de capital, que tributará también en la base imponible del ahorro al 20%, 22% y 24%, respectivamente, aunque en este caso, no habrá obligación de retención por parte del pagador.

La inversión en acciones presenta determinadas ventajas, como el hecho de que las comisiones por custodia y administración son deducibles, o la bonificación para evitar la doble imposición internacional por los dividendos cobrados en el extranjero, con la cual el pagador del IRPF verá reducida su deuda con el fisco español en la cuantía efectivamente pagada en el mismo concepto o similar en un país extranjero. Sin embargo, desde el 1 de enero de 2015, se eliminó la exención de hasta 1.500€ existente en la legislación fiscal hasta esa fecha, lo cual supuso un golpe importante para los inversores en acciones.

D) Fondos de Inversión

Los fondos de inversión han cobrado fuerza en España durante los últimos años, debido principalmente a la escasa rentabilidad ofrecida por los productos típicos de menor riesgo como los depósitos. Los ahorradores particulares buscan rentabilidades atractivas, dispuestos a asumir mayores riesgos.

Las inversiones en estos fondos tributan por su transmisión, venta o desinversión, haciéndolo en concepto de ganancias del capital, por la diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición, en la base imponible del ahorro en el IRPF. De este modo, tributan igual que las acciones, a los tipos marginales del 20%, 22% y 24%, existiendo una retención obligatoria del 20%. Por otro lado, los Exchange Traded Funds (ETFs), fondos que replican un índice al que intentan batir, tan utilizado en los últimos tiempos por particulares debido a su menor riesgo relativo, tributan también como ganancias de capital, aunque sin estar sujetos a retención.

La principal ventaja que presentan los fondos de inversión es que permiten retrasar el pago de las obligaciones tributarias, siempre que las ganancias de capital generadas por la transmisión de las participaciones en un fondo sean reinvertidas en otro fondo o en nuevas acciones.

En el caso de que el inversor sea una sociedad y no una persona física, la ganancia patrimonial será grabada por el correspondiente Impuesto sobre Sociedades (IS), al tipo general actual del 28%, de la misma forma que lo serían los eventuales dividendos cobrados. Tanto estos como las ganancias patrimoniales quedarían sujetos a retención obligatoria del 20%.

Hasta el año 2014, la tasa impositiva general en el impuesto sobre sociedades era el 30%, de forma que las empresas debían pagar dicho tipo por los ingresos obtenidos de, por ejemplo, los depósitos bancarios o los intereses percibidos por la compra de deuda pública. En 2015, dicho tipo impositivo pasa a ser del 28%, y se espera que en 2016 disminuya hasta el 25%. En comparación, países como Reino Unido, Holanda o Dinamarca, poseen tipos impositivos inferiores, en concreto, el 24%, el 20% y el 26,3%, respectivamente. Esto hace que las sociedades tengan más incentivos para instalarse en aquellos países donde los tipos impositivos son inferiores, y al mismo tiempo, soportarán menor carga fiscal por los ingresos obtenidos en concepto de intereses o rendimientos del capital mobiliario. Por ello, una empresa con inversiones de este tipo preferirá no instalarse en España por motivos fiscales.

Pero donde más se aprecian las diferencias impositivas es en el ámbito de la renta variable y las IIC. En España, las sociedades siguen teniendo que pagar por estos conceptos un 28% actualmente (tipo impositivo general), mientras que en países como Reino Unido, Holanda o

Suecia, dichos instrumentos se someten a un tipo impositivo que va desde el 0% hasta el 24%-25%. El tratamiento fiscal de la renta variable y las IIC, como pueden ser los fondos de inversión, sí es notablemente más beneficioso en dichos países que en España, de forma que se desincentiva claramente la inversión en dichos productos por parte de las sociedades instauradas en España. Esto provoca que se recurra menos a ellos como forma de obtener rentabilidad, y por tanto, hace que los eventuales emisores de los mismos tengan menos oportunidades de obtener financiación por esta vía, teniendo que recurrir a los préstamos bancarios como alternativa.

Desde el punto de vista del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), las conclusiones son similares al caso de las sociedades. Los instrumentos de inversión analizados tributan en la base imponible del ahorro del IRPF, es decir, no están sometidas al tipo marginal aplicable a la base general del impuesto. En la base del ahorro figuran los rendimientos de capital mobiliario, así como las ganancias patrimoniales debidas a la transmisión de dichos instrumentos. Hasta el año 2014, los tipos aplicables en España a la base imponible del ahorro eran del 21% para los primeros 6.000€, 25% hasta 24.000€, y 27% para el resto. En 2015 estos tipos pasan a ser el 20%, el 22% y el 24%, respectivamente, con lo que se disminuye ligeramente la carga impositiva y se incentiva la utilización de dichos instrumentos por parte de los inversores particulares. Sin embargo, en Reino Unido dichos tipos van del 10% al 50% en el caso de los depósitos y los intereses de la deuda pública, con lo que los primeros tramos (que son en los que figuran la mayoría de inversores particulares) soportan una carga impositiva muy inferior a la soportada en España, mientras que en Italia se tributa al 20% por los rendimientos de los depósitos bancarios, y en tramos que abarcan desde el 12,5% al 20% por los rendimientos de la deuda pública. En Holanda, al 1,2%, con lo que la diferencia con España es considerable.

En el caso de la renta variable, Reino Unido posee tramos que abarcan del 10% al 42,5%, resultando válidas las conclusiones expuestas arriba para los inversores particulares de los primeros tramos; en Holanda, los tramos van del 1,2% al 25%; y en Italia, del 20% al 43%. Cabe destacar también el caso de Alemania, donde los inversores particulares que inviertan en renta variable en el tramo inferior, soportarán una carga fiscal únicamente del 14%. Las IIC soportan unos tipos muy similares a los expuestos, salvo en Italia, donde existe un tipo único del 20%. Y en Reino Unido, donde los tramos aplicable a la renta variable se incrementan ligeramente en el caso de IIC.

Una vez más, los inversores particulares tienen menos incentivos fiscales que en muchos de los países vecinos para invertir en estos instrumentos. Ello puede considerarse como uno de los motivos por el que tradicionalmente se ha optado por invertir en inmuebles y no en instrumentos como la renta variable o las IIC.

E) Títulos de Renta Fija

El sustituto natural de los depósitos bancarios ha sido tradicionalmente la renta fija, especialmente la emitida por el Tesoro Público. Se trata de instrumentos con riesgo muy limitado, que genera mucha confianza por parte del inversor, y cuyas rentabilidades, a pesar de ser muy inferiores a las de otros productos como los fondos de inversión, suelen estar por encima de la que un depósito puede ofrecer. En términos generales, los productos en los que más suele invertirse son las letras del tesoro, para plazos inferiores al año, y los bonos, que suelen emitirse a 1, 3, 5 y 10 años.

Los activos de renta fija tributan como rendimientos del capital mobiliario por los intereses que puedan pagar, del mismo modo en que tributan los dividendos de las acciones o los rendimientos de los depósitos. La diferencia con las acciones radica en el hecho imponible que es la transmisión de las mismas, ya que, mientras que las acciones tributan como ganancias de capital cuando son transmitidas, en el caso de activos de renta fija tributan también como rendimientos del capital mobiliario por la transmisión.

Los instrumentos de renta fija gozan de la ventaja de no estar sometidos a retención, como medio para promover la inversión en los mismos. Ello facilita el acceso a los mercados de deuda por parte del Tesoro Público, ya que estimula la inversión en los mismos. En 2014, la emisión bruta de activos de renta fija por parte del Tesoro ascendió a 241.333 millones de euros, que, después de las amortizaciones de deuda correspondientes, se quedó en una emisión neta de 55.641 millones de euros. Esta cuantía resultó inferior a la de 2013, con 73.742 millones, y se espera que a lo largo de 2015 las necesidades de financiación sean similares, rondando los 55.000 millones de euros.

F) Planes de Pensiones

Los planes de pensiones son un instrumento habitual para los ahorradores españoles, ya que las cantidades aportadas reducen la base imponible general del IRPF del partícipe, dentro de unos límites establecidos. Desde el 1 de enero de 2015, este límite es de 8.000€, y de 2.500€ para los cónyuges que no obtengan rendimientos del trabajo o que los obtengan por cuantía inferior a 8.000€.

En los planes de pensiones, las prestaciones tienen la consideración de rendimientos del trabajo, por lo que se incluyen dentro de la base imponible general del IRPF, tributando al tipo impositivo marginal que le corresponda.

V. Conclusiones, Recomendaciones y Medidas para la introducción de modificaciones en el sistema español

Hemos podido comprobar que tanto una empresa como un particular tienen muchas opciones para financiarse o para invertir sus ahorros con el objetivo de obtener una rentabilidad de ellos, sin necesidad de acudir a una entidad bancaria. El problema en España, es que se trata de opciones que tienen menos arraigo o son menos reconocidas que en otros países. Así, como comentábamos al principio, aún son minoría los emprendedores que acuden a una entidad de capital riesgo o un business angel a buscar financiación para desarrollar su idea, o lo hacen sólo después de no haber conseguido un préstamo por parte de su banco. Igualmente, aunque los instrumentos alternativos, como los fondos de inversión, obtienen cada vez mayores capitales e inversores, los depósitos de ahorro siguen siendo el activo por excelencia para los pequeños ahorradores.

Sin embargo, en relación al espíritu emprendedor de los jóvenes empresarios, existe en España un problema crucial que afecta directamente a la economía, y es la dificultad de los jóvenes empresarios para emprender y poner en práctica su negocio, debido a la falta de apoyo que muchas veces se encuentran, y a la aversión al riesgo, derivada en muchos casos, de la inexperiencia. Un autónomo español se encuentra con problemas desde el primer momento, como los innumerables trámites burocráticos o la escasa financiación. Por ello, no es de extrañar que el número de autónomos se haya reducido en los años posteriores de la crisis, después de haber alcanzado el máximo histórico de 3.409.008 personas dadas de alta como autónomos en el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos (RETA). Esa cifra se redujo en un 8,86% hasta 2011, y un total del 12,16% hasta enero de 2013, fecha en la cual se estabilizó esta cifra y se frenó la caída en el número de autónomos registrados en el RETA. Desde entonces, el número de autónomos ha ido recuperándose gradualmente, representando un 19% de la población ocupada española en junio de 2014, lo cual refleja la enorme importancia de este tipo de trabajadores por cuenta propia.

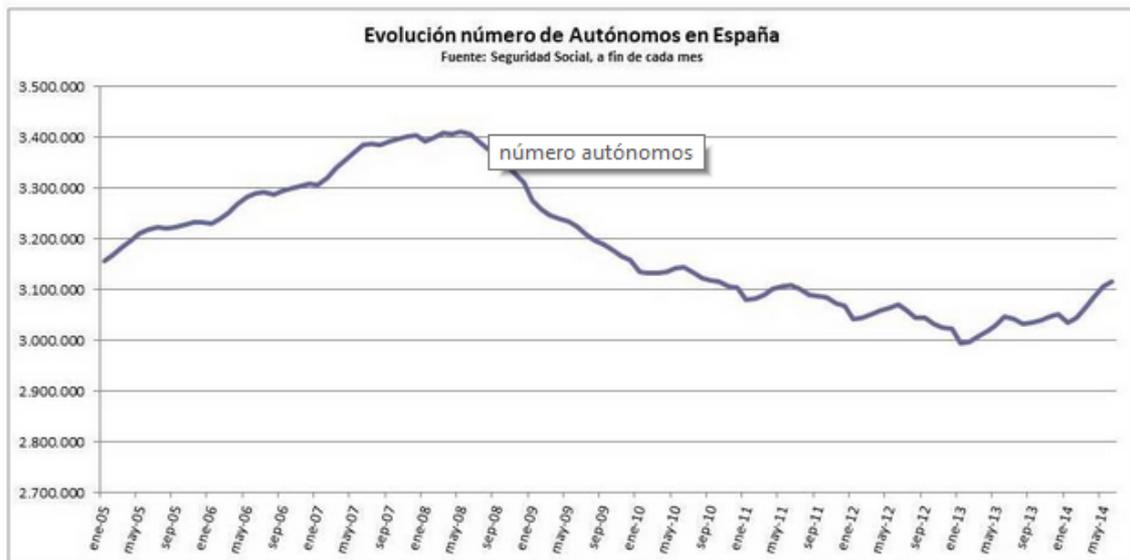
Uno de los hechos que ha favorecido esta recuperación es la aparición en 2013 de una nueva categoría legal de empresarios: los “emprendedores”. Fue creada por el artículo 7 de la Ley 11/2013, de 26 de julio, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, y según esta disposición, que se incorpora como Disposición Adicional decimonovena en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades (TRLIS), a partir del 1 de enero de 2013, las empresas de nueva creación pagarán un tipo de gravamen del 15% para las bases imponibles inferiores a 300.000 euros y del 20% para las cuantías superiores. Ello supuso un empuje positivo para los autónomos, ya que vieron reducidos los tipos impositivos a los que deberían hacer frente en su actividad empresarial. En el gráfico inferior puede verse la evolución del número de trabajadores por cuenta propia desde 2005 hasta mediados de 2014.

Sin embargo, aún existen muchas barreras para los emprendedores españoles. En 2014, la revista Forbes publicaba un artículo en el que comparaba el proceso emprendedor en distintos países europeos, incluyendo España, poniendo de manifiesto las ventajas e inconvenientes en cada uno de estos países para sus emprendedores y autónomos. Las diferencias no dejaban a España en buen lugar.

De este modo, mientras que en España la cuota mínima a pagar mensualmente por un autónomo estaba en 261,85€ en 2014, habiendo aumentado un 1% en 2015, en Francia, la existencia de estas cuotas depende de la profesión que desempeñe el emprendedor, así como del nivel de facturación e ingresos que presente. Por tanto, se trata de cuotas progresivas que

se reducirán para los que menos ingresen y aumentarán para las empresas de mayor tamaño que facturen más. Además, los autónomos franceses no pagan cuota durante el primer año de su actividad, y al darse de alta como trabajadores por cuenta propia tienen derecho gratuito a asistencia sanitaria, jubilación, incapacidad temporal y pensiones de vejez e invalidez.

Gráfico 9.



Fuente: Seguridad Social: nº de personas inscritas en el R.E.T.A. y en el régimen agrario por cuenta propia (hasta 2009) o el nuevo Sistema Especial de Trabajadores Agrarios (S.E.T.A.), de los trabajadores por cuenta propia del Régimen Especial Agrario (desde 2008).

Por su parte, Reino Unido ocupa la segunda posición en el ranking de Forbes destacando por su cuota fija para todos los trabajadores autónomos, que oscila entre los 13 y los 58 euros, muy inferior a la efectivamente pagada en España. Además, los autónomos ingleses no están obligados a realizar declaraciones trimestrales de IVA, como sí ocurre en España, pudiendo hacer una única al final del año fiscal, dependiendo de los ingresos que presente el trabajador autónomo. Destaca también el sistema italiano, en el que sólo se paga en función de las ganancias que se tenga, siendo la tasa máxima a satisfacer del 20%.

El caso de Holanda destaca porque el autónomo paga una única cuota anual de 50 euros, aunque es el trabajador quién debe pagarse su propio seguro médico. Entre los sistemas más perjudiciales para el autónomo se sitúa el alemán, en el que cada trabajador autónomo debe pagar una cuota de 140€ siempre que se superen los 1.700 euros netos de ingresos mensuales, al tiempo que deben pagarse su propio seguro médico.

Un aspecto positivo del sistema español son los descuentos en la cuota mensual para nuevos autónomos que recientemente se implantaron en la nueva Ley de Emprendimiento aprobada por el Gobierno. Estos descuentos se aplicarán únicamente a los nuevos autónomos, y permitirá aplicar reducciones en las cuotas mensuales a pagar que oscilan del 80% al 30%, con diferencias puntuales dependiendo de si se trata de trabajadores mayores de 30 años o menores. Con estas reducciones se permitirá pagar 53€ mensuales durante el primer semestre. Esta medida es mucho más beneficiosa que las cantidades a abonar en Alemania, pero queda por detrás de sistemas como el holandés o el británico, en los cuales se sigue apoyando al emprendedor en mayor medida.

A pesar de todo ello, la crisis financiera azotó duramente al sector de los trabajadores autónomos, tanto por la caída estrepitosa de la actividad económica y la demanda, como por las dificultades de acceso al crédito a partir de ese momento. En 2011, se crearon un total de 84.812 nuevas empresas, mientras que en 2014 esa cifra fue de 94.162. La tendencia es claramente positiva, y muestra una renovada confianza por parte del emprendedor, que empieza a superar los peores años de la crisis, a la par que aparecen nuevas fuentes de financiación, como las comentadas en este documento, que van siendo cada vez más utilizadas, de forma lenta y gradual, pero progresando.

El tratamiento fiscal del emprendedor sigue sin ser todo lo favorable que podría ser, después de haberlo comparado con vecinos europeos en los que sí existe un mayor apoyo por parte del sector público al emprendedor. Las cuotas de autónomos no han dejado de incrementarse durante los últimos años, y lo mismo puede decirse de los impuestos a los que hacen frente los empresarios, con algunas excepciones positivas como las comentadas en el caso del nuevo impuesto sobre sociedades. Desde el punto de vista fiscal, uno de los principales obstáculos para los emprendedores son los tipos impositivos del IVA, y la obligación de hacer la liquidación de este impuesto trimestralmente.

Al margen del aspecto meramente fiscal, el sector público podría acometer otras acciones, como promover las redes de business angels, a través de subvenciones o del diseño de plataformas públicas a tal efecto. Ello fomentaría las reuniones entre inversores y emprendedores. Y una vez se logre estimular el emprendimiento, será hora de plantear las necesidades de financiación y las diversas formas de conseguirla. No sólo debería fomentarse el desarrollo de redes de business angels, sino también prestar apoyo y asesoramiento procedente de entes públicos, para los emprendedores que se enfrentan a estos problemas, con el fin de aconsejar sobre las distintas vías de financiación aquí comentadas, y la que resulte la más favorable para cada proyecto. Pues, después de todo, el principal problema de un emprendedor suele ser la falta de información.

Esa misma falta de información es también el problema de la mayoría de ahorradores de este país que, al carecer también de cierta cultura financiera, optan por recurrir a los sistemas tradicionales de ahorro, limitando sus beneficios, asumiendo pocos riesgos, y engrosando los pasivos bancarios a muy bajo coste. De este modo, esa falta de información y de cultura ha propiciado, en ocasiones, el engaño y escándalos como las preferentes de Bankia, cuando existen multitud de alternativas beneficiosas para el inversor insatisfecho con las escasas rentabilidades ofrecidas por un depósito de ahorro, como se ha comentado aquí también. Desde un punto de vista fiscal, hemos comprobado como el tratamiento de fondos de inversión e inversiones alternativas en España es bastante beneficioso, a pesar de que no ha llegado a expandirse tanto como en otros países. Sin embargo, la tendencia es positiva, ya que cada vez hay más fondos de inversión y están más capitalizados. Naturalmente, la necesidad de un regulador y un supervisor de todas estas entidades y vehículos de inversión es un hecho plausible. Se requiere una regulación estricta, pero que no suponga un obstáculo para la implantación de estas sociedades.

En este sentido, las previsiones son optimistas tanto en el caso de financiación empresarial como en el caso de inversiones alternativas por parte de ahorradores. Ambos ámbitos parecen estar en expansión y diversificación, si bien el camino a recorrer es largo. Se trata de dos aspectos que hemos tratado de forma separada, aunque están muy relacionados, pues los fondos de uno de estos grupos bien podrían destinarse al otro grupo, consiguiendo así satisfacer los objetivos de ambos grupos. La distribución de estos fondos, la selección de inversores y la tarea de

intermediación ya no queda limitada a las entidades bancarias, pues aparecen en el tablero de juego nuevas entidades y sociedades encargadas de esa tarea. De este modo, lograríamos un mercado de financiación mucho más amplio, en el que los ahorradores e inversores disponen de multitud de intermediarios, no sólo bancos, especializados en inversiones de distintos tipos, y empresas que requieren de esos intermediarios para obtener financiación para acometer sus proyectos. Lograríamos un mercado mucho más diversificado y eficiente que el actual, basado en la supremacía de los bancos.

VI. Bibliografía

- Martín Aceña, P. (2005). La conformación histórica de la Industria Bancaria Española, en Los retos de la Industria Bancaria Española, núm. 8.
- Coronado Maldonado, I. (2003). Entidades Bancarias y sus relaciones con clientes de fondos de inversión (Tesis doctoral).
- García Posada, M. (2014). Encuesta sobre préstamos bancarios en España. Boletín Económico del Banco de España, septiembre 2014.
- Álvarez Puga, G. y Marqués Sevillano, J.M. (2007). El Capital Riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional. Boletín Económico del Banco de España. Abril 2007.
- Barthel, D. y Alférez, A. (2014). Informe de Actividad de Capital Riesgo en España. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).
- KPMG España, (2014). Perspectivas del Capital Riesgo en España. 2ª ed.
- Manzano, Mª C. (2008). La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Boletín Económico del Banco de España.
- Brealy, R.A.; Myers, S.C.; Allen, F. Principles of Corporate Finance. 11ª Ed. Reino Unido: McGraw Hill, 2014. 836-840; 845-847.
- Rubio, A.; Zurita, J.; Gouveia, O.; Ruesta, M; Izquierdo, J.F. (2014). Crowdfunding: alternativa de financiación en la era digital. BBVA Research.
- Colomer i Espinet, A. (dir.); Arís, G.; Clos, J.; Espona, A.; Queralt, M. (2009). Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Secretaría General de Industria. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
- García-Vaquero, V.; Alonso, F. (2012). La evolución de los mercados de renta fija privada entre 2000 y 2011. Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto 2012.
- Giralt A. y González Nieto, J. (2011). Financiación de la PYME en el Mercado Financiero Español. La experiencia y proyección del MAB.
- Broto, C.; Fuertes, A.; Muñoz de la Peña, E. (2015). Tendencias globales de financiación en los mercados de capitales en 2014. Boletín Económico del Banco de España, febrero 2015.
- Fernández de Lis, S. (2015). Situación de la Banca. BBVA Research.
- Almodóvar, J. (2015). Taxation of shares in the PIT. ICADE Business School.
- Almodóvar, J. (2015). Income on Movable Capital Taxation. ICADE Business School.
- Deloitte Abogados y Asesores tributarios S.L. (2012). Estudio comparado sobre la tributación de los productos de ahorro en los distintos Estados europeos.
- Tesoro Público (2015). Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro.
- www.infoautonomos.com