



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE

# **La financiación alternativa: su impacto en el sistema financiero y en las empresas**

Autora: Miriam García-Zozaya Correa  
Director: David Pérez Renovales

MADRID | Abril 2020

## RESUMEN

La intermediación financiera no bancaria (IFNB) está compuesta por un conjunto de entidades financieras que, no siendo bancos, participan tanto en el capital como en la deuda de una empresa de forma similar a la financiación tradicional.

Esta industria ha crecido en España, sobre todo, desde la crisis financiera mundial como consecuencia de una disminución de la oferta o disponibilidad del crédito bancario, consecuencia a su vez del proceso de concentración bancaria y, por otro lado, de la búsqueda de mayores retornos por parte de los inversores. No obstante, su mayor palanca ha sido la limitada regulación a la que está sometida, mucho más liviana que la estricta regulación bancaria. De todas formas, su monitorización es crucial para garantizar una mayor estabilidad financiera.

El crecimiento de este sector de financiación alternativa facilita, sobre todo a las PYMES, complementar su financiación de manera más rápida y flexible, y por consiguiente, aumentar las posibilidades o las palancas para crecer tanto en su mercado de origen como en nuevos mercados. Lo cual, además, puede tener un impacto positivo en el sistema financiero en la medida en que ayuda a incrementar el tamaño y la fortaleza financiera de los distintos actores de la economía, principalmente empresas.

**Palabras claves:** Intermediación Financiera No Bancaria, Otras Instituciones Financieras, financiación, rentabilidad, crecimiento

## ABSTRACT

Non-bank financial intermediaries (NBFI) are a group of financial institutions that are not banks, but participate in both the capital and the debt of a company in a similar way to traditional financing.

This industry has grown in Spain, especially, since the world financial crisis as a result of a decrease in the supply and availability of bank credit, which in itself is a consequence of the process of bank concentration and, on the other hand, of the search for higher returns by investors. However, its greatest driver has been its own limited regulation, which is much lighter than strict banking regulation. However, its monitoring is crucial to ensure greater financial stability.

The growth of this alternative financing sector makes it easier, especially for SMEs, to complement their financing more quickly and flexibly, and therefore increase the possibilities or levers for growth both in their home market and in new markets. This can also have a positive impact on the financial system insofar as it helps to increase the size and financial strength of the different players in the economy, mainly companies.

**Keywords:** Non bank financial intermediation, other financial institutions, financing, profitability, growth

## Índice

1. INTRODUCCIÓN .....	8
1.1 Justificación del estado en cuestión .....	8
1.2 Objetivos .....	8
1.3 Metodología .....	9
1.4 Estructura .....	9
2. FINANCIACIÓN ALTERNATIVA .....	11
2.1 ¿Qué es la financiación alternativa? .....	11
2.2 Tipos de esta modalidad de financiación .....	11
2.2.1 Fondos de Capital Privado .....	13
2.2.2 <i>Business Angels</i> .....	16
2.2.3 Aceleradoras de <i>Start-ups</i> .....	17
2.2.4 Fondos de Deuda .....	17
2.2.5 Mezzanine .....	19
2.2.6 Préstamos Participativos .....	20
2.2.7 Mercado Alternativo Bursátil .....	21
2.2.8 Crowdfunding .....	21
2.2.9 Mercado Alternativo de Renta Fija .....	23
2.2.10 <i>Shadow Banking</i> .....	24
2.3 Ventajas .....	24
2.4 Desventajas .....	25
2.4 Regulación .....	26
3. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA .....	30
3.1 Origen de esta modalidad de financiación .....	30
3.1.1 Reducción de créditos .....	30
3.1.2 Concentración Bancaria .....	32
3.1.3 Bajas rentabilidades para los inversores .....	32
3.2 Interconexiones en el sector financiero: Financiación alternativa & Bancos .....	33
3.3 Evolución EE. UU vs España .....	35
4. ACTUALIDAD DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA .....	39
4.1 Impacto & Riesgos .....	44
5. CASE STUDIES .....	47
5.1 Caso: Más Móvil Ibercom .....	47

5.2 Caso: Naturgy .....	49
6. CONCLUSIONES.....	52
7. BIBLIOGRAFÍA .....	54
8. ANEXOS .....	61
Anexo I: Consolidación bancaria en España 2008-2017 .....	61
Anexo II: Conglomerado de Más Móvil Ibercom.....	62

## Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Fuentes de financiación según tamaño de la empresa	11
Ilustración 2 Fondos Recaudados por el capital de riesgo	12
Ilustración 3: Inversiones & Nº de empresas en Europa	13
Ilustración 4: Coste Marginal del Capital	14
Ilustración 5: Cantidad de capital según fuente de financiación	20
Ilustración 6: Saldo Vivo en el mercado de renta fija	22
Ilustración 7: Evolución de los criterios de aprobación del crédito (2006-2009)	31
Ilustración 8: Factores determinantes de los cambios en los criterios de aprobación (2006-2009)	31
Ilustración 9: Volumen de la financiación alternativa online 2017	33
Ilustración 10: Análisis de la interconexión directa entre bancos y IFNB	34
Ilustración 11 Interconexión bancaria con IFNB	34
Ilustración 12: Interconexión de las IFNB con los bancos	35
Ilustración 13: Proporción del total de los activos financieros en Estados Unidos	37
Ilustración 14: Proporción del total de los activos financieros en España	38
Ilustración 15: Coste de financiación 2017-2019	39
Ilustración 16: SAFE: Evolución de la disponibilidad de préstamos bancarios para PYMES	40
Ilustración 17: Financiación a las sociedades no financieras	41
Ilustración 18: Total de activos de las instituciones financieras en España 09-2019	42
Ilustración 19: Variación del precio del IBEX 35 & IBEX 15 MAB	43
Ilustración 20: Cotización Más Móvil 2012-2020	48
Ilustración 21: Cotización Naturgy 2015-2020	50

## Índice de tablas

Tabla 1: Clasificación de la IFNB según su función económica	7
Tabla 2: Motivos que impulsan la inversión de los Business Angels	16
Tabla 3: Cambio en el valor de los convertibles	19
Tabla 4: Herramientas macroprudenciales para al IFNB	28
Tabla 5: Riesgo asociado a la Intervención Financiera no bancaria	46

Tabla 6: Crecimiento empresarial de Más Móvil 2015-2020	49
Tabla 7: Participación en el capital social Naturgy	50
Tabla 8: Crecimiento empresarial de Naturgy 2015-2020	51

## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1 Justificación del estado en cuestión

Tradicionalmente, las empresas españolas se han apoyado principalmente en las instituciones bancarias para financiarse, para obtener recursos con los que acometer sus planes de crecimiento, como sucede en numerosas economías europeas, en contraste con países como Estados Unidos, donde la dependencia del crédito bancario por parte de las empresas es menor. No obstante, en las últimas décadas la intermediación financiera no bancaria (IFNB) ha aumentado progresivamente, sobre todo desde la crisis financiera mundial, convirtiéndose en fuente de financiación relevante para las empresas, normalmente de manera complementaria a la bancaria. Así mientras han ido surgiendo nuevas modalidades de “*shadow banking*”, el peso del crédito de la banca tradicional ha disminuido en paralelo

Este trabajo explorará las modalidades de financiación alternativa, su regulación, y su impacto en los sistemas financieros y en las empresas que optan por esta modalidad.

### 1.2 Objetivos

Este trabajo tiene como propósito los siguientes objetivos:

- Estudiar la financiación alternativa, la motivación detrás de su aparición y evolución en los últimos años.
- Comparar el estado de situación de la financiación alternativa en EE. UU vs España.
- Entender la actualidad de la financiación alternativa, su impacto y riesgo en la economía.
- Identificar el impacto que tiene la intermediación financiera no bancaria en el crecimiento de las empresas.

### 1.3 Metodología

Para realizar este trabajo de fin de grado, se llevarán a cabo tanto análisis cualitativos de la literatura existente hasta el momento, como un análisis cuantitativo para evaluar la relación entre la financiación no bancaria y el crecimiento de una empresa.

En lo que respecta al análisis cualitativo, las fuentes primarias principales se extraerán de herramientas como Google Scholar, pero se basará sobre todo en documentos oficiales del Banco de España y la CMNV, al igual que otras organizaciones gubernamentales a nivel europeo. A su vez, se consultarán noticias de prensa y estudios realizados por multinacionales.

Las palabras claves que se utilizarán principalmente para la investigación serán “Intermediación Financiera No Bancaria”, “financiación alternativa”, “regulación sistema financiero”, “interconexión financiera” y “Shadow Banking”. Dichos documentos deberán ser escritos posterior a 2007 para ser más representativos en el análisis.

El análisis cuantitativo se realizará a partir de dos casos de estudio, en concreto de la extracción de datos de las empresas Más Móvil y Naturgy, para entender, respectivamente, sus crecimientos durante el periodo de tiempo que se financiaban significativamente con financiación no tradicional. Dichos datos se obtendrán de Yahoo Finance y de Factset, un programa de Bloomberg que proporciona datos y análisis económicos a profesionales financieros.

### 1.4 Estructura

En primer lugar, se explicarán qué es la financiación alternativa y aquellas modalidades con mayor presencia en el sistema financiero español. Una vez estudiado esto se podrán identificar las ventajas y las desventajas relacionadas con la financiación no bancaria al igual que la regulación del *shadow banking*.

A continuación, se analizará su evolución, es decir, que factores han sido necesarios para desencadenar su auge en los últimos años en España y se estudiará como este crecimiento

afecta al sistema bancario tradicional. Una vez analizada esta evolución, se comparará con Estados Unidos.

El siguiente apartado estudiará la actualidad de la IFNB en España a fecha de estudio, junto con su impacto y el riesgo que supone el aumento de esta modalidad de financiación.

Para finalizar el presente trabajo, se llevará acabo el análisis cuantitativo que examinara el impacto que tiene la financiación no bancaria en el crecimiento de las empresas en comparación con la financiación más tradicional.

Una vez realizado el estudio se extraerán y expondrán conclusiones, además de intentar realizar una estimación del crecimiento de la financiación no bancaria dada la situación económica y social actual.

## 2. FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

### 2.1 ¿Qué es la financiación alternativa?

La financiación alternativa es toda aquella financiación ajena al crédito bancario, la cual ha empezado a tener un gran peso en nuestra economía a nivel global. Esta financiación está ganando importancia sobre todo en las PYMES, que se apoyan en estos préstamos para construir y desarrollar sus negocios, a veces desde su nacimiento y en muchas ocasiones de manera complementaria a la financiación bancaria tradicional.

Se caracteriza por la rapidez y sencillez del trámite para conseguir financiación. A su vez, permite a las empresas romper con la dependencia bancaria que venía siendo prácticamente la única fuente de financiación, además de convertirse en fuente de numerosos servicios nuevos adicionales como por ejemplo la financiación a través de mercados alternativos, o el aprendizaje de la experiencia y conocimientos que pueden aportar a la empresa los acreedores financiadores. También cabe mencionar que la financiación no bancaria asimismo puede suponer un gran apoyo para los individuos, ya que proporciona créditos, financiación al consumo e incluso hipotecas. No obstante, en este trabajo se limita a analizar desde un punto de vista empresarial.

### 2.2 Tipos de esta modalidad de financiación

Para identificar y evaluar los diferentes entes de intermediación financiera no bancaria (IFNB), nos podemos basar en la sustancia económica de la empresa (FSB,2013). Esto permite establecer unas pautas internacionales para una clasificación uniforme. Estas se resumen en la tabla siguiente:

<i>Funciones económicas</i>	<i>Definición</i>	<i>Entidades pertenecientes</i>
<i>EF1</i>	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos de inversión libre (hedge funds) y SICAV

EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores
EF4	Entidades que realizan una actividad de facilitación a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca, plataformas De financiación participativa (PFP)
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras	SFV, cuyo objeto es la titulización de activos

Tabla 1: Clasificación de la IFNB según su función económica (Fuente: CMNV, 2019)

También se puede hacer mención a los fondos de pensiones, las aseguradoras y los auxiliares financieros, que constituyen las denominadas “otras instituciones financieras” (OIF).

Para entender bien esta modalidad de financiación vamos a estudiar, a continuación, aquellas variedades de financiación más comunes. La ilustración 1 muestra las fuentes de financiación según el tamaño de la empresa y por lo tanto la posición de las OIF.

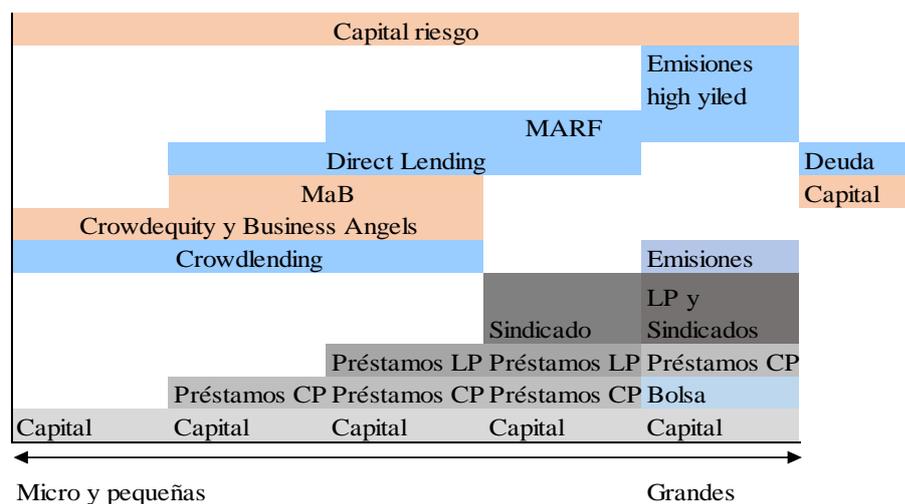


Ilustración 1: Fuentes de financiación según tamaño de la empresa (Fuente: Cámara de Zaragoza, 2018)

## 2.2.1 Fondos de Capital Privado

Los fondos de capital privado se caracterizan por invertir normalmente en empresas no cotizadas. Esta estrategia de inversión lleva aparejada una falta de liquidez, y en consecuencia son inversiones necesariamente a largo plazo. Su estrategia es entrar en el capital de empresas que proyecten un gran potencial de futuro.

Dentro del capital privado destacan tres tipologías de inversión: Private Equity, Venture Capital y Leverage Buy Out. Como indica la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI, asociación que agrupa a las entidades de capital privado en España), en nuestro país existen actualmente 2.760 empresas participadas por estas entidades, las cuales suman 200 empresas inversoras. Estos negocios han capitalizado más de 36.000 mill. € en España tanto por fondos nacionales como internacionales.

A nivel europeo, desde el año 2016 esta modalidad de financiación ha registrado un crecimiento relevante, destacando, especialmente, el gran peso que tiene en Reino Unido (Invest Europe, 2018) Como se puede observar en la ilustración 2.

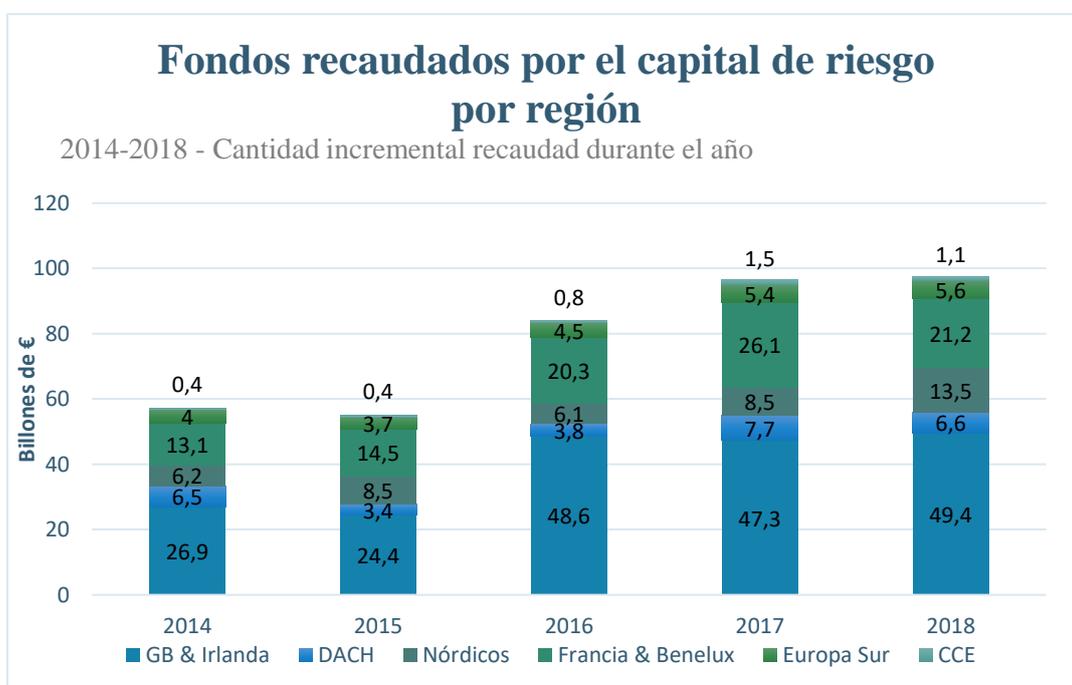


Ilustración 2: Fondos recaudados por el capital de riesgo (Fuente propia adaptado de Invest Europe)

La ilustración 3 nos muestra el volumen de las inversiones de capital privado.

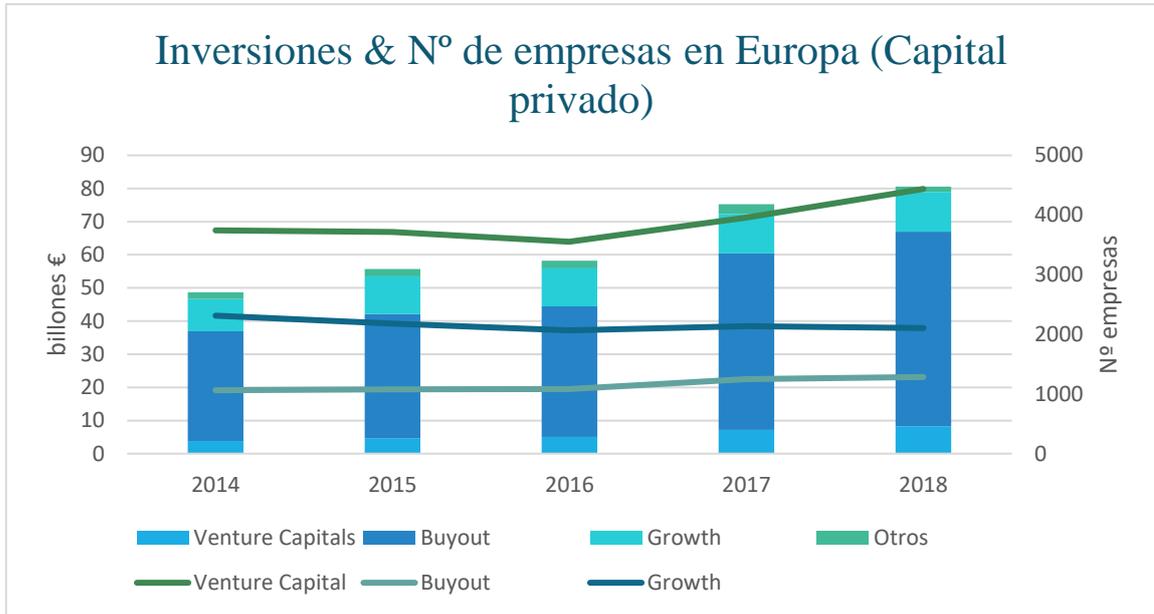


Ilustración 3: Inversiones & N° de empresas en Europa (Fuente propia adaptación de Invest Europe)

Se puede observar que los vehículos de Venture Capital participan en un número mayor de empresas, en 2018 un total de 4.400 entidades. No obstante, sus inversiones en volumen de capital invertido son menos relevantes que las financiaciones realizadas a través de BuyOuts (inversiones intensivas en apalancamiento financiero), en términos de inversión unitaria por empresa, ya que más del 50% de las inversiones apalancadas superaban los 150 mill. € de inversión unitaria en 2018 (Invest Europe, 2018). A su vez, esta gráfica demuestra el crecimiento continuo del capital de riesgo en Europa, con un incremento del 7% en 2018 hasta llegar a una cifra récord en 2018 de 80.600€ millones.

### 2.2.1.1 Private Equity

Este tipo de inversión es la más tradicional y se centra en empresas ya maduras o en crecimiento. Suelen ser empresas con una base de clientes estable y con flujos de cajas o beneficios positivos (CFA Insitute, 2016). Para las empresas se puede considerar que es más que una financiación ya que los *Private Equity* les aportan sus conocimientos empresariales y les empujan a desarrollar su potencial.

Paralelamente, los inversores se benefician de este crecimiento ya que aumenta el valor económico de la empresa y consecuentemente su retorno a la salida o desinversión.

Esta modalidad de financiación ha sido la gran protagonista en los últimos años, consiguiendo grandes cantidades de financiación, realizando grandes inversiones y retribuyendo a los inversores con altos retornos.

#### *2.2.1.2 Venture Capital*

A diferencia de los *Private Equity*, los fondos de *Venture Capital* (o propiamente fondos de capital riesgo) realizan su inversión cuando la empresa se encuentra en fase de iniciación. Estas empresas son jóvenes, pequeñas y suelen desempeñarse en mercados que sufren grandes cambios, normalmente tecnológicos, por tanto, tienen un gran nivel de incertidumbre y riesgo para los inversores. Son, en consecuencia, inversiones en compañías de alto riesgo, pero con un gran potencial de crecimiento económico. (Gompers & Lerner, 2001). Las empresas innovadoras y de alta tecnología, que son el principal objetivo de esta modalidad de inversión, se consideran la fuerza motriz del crecimiento futuro de cualquier economía (Bhide, 1994).

El país líder en estas inversiones es Estados Unidos protagonizando más de la mitad de las transacciones mundiales. No obstante, el mercado europeo está creciendo con fuerza, con los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros) y “*Family Offices*” mostrando un interés cada vez mayor en estas inversiones. A nivel global, solamente en el último cuarto de 2019 se financiaron \$63.100 millones a través de 4,289 transacciones. (KMPG, 2020)

#### *2.2.1.3 Leverage Buy Outs*

Esta modalidad de financiación se caracteriza por inversiones realizadas con una cantidad de fondos propios mínima y una gran proporción de deuda financiera concedida por otras entidades. Estas inversiones suelen suponer la adquisición de una participación de control de empresas maduras. (Kaplan & Strömberg, 2009). Esta variante de inversión de capital privado es muy atractiva debido al reducido coste en términos de volumen de capital o recursos propios invertidos y el gran potencial de retorno. De hecho, “a nivel mundial,

los fondos de buyouts (...) [son] los que mayor interés y concentración de capital generan” (ASCRI, 2019)

Esta modalidad da la oportunidad de comprar empresas sin la necesidad de tener todo el capital necesario. Se fundamenta en que los flujos de caja de la empresa adquirida serán suficientes para pagar la deuda y sus intereses, durante el periodo de control. Normalmente, las empresas de capital de riesgo saldrán de la adquisición después de un periodo de unos 5-7 años que se suelen fijar como horizonte temporal de la inversión, con un gran retorno de capital.

### 2.2.2 *Business Angels*

Esta fuente de financiación nació a finales del siglo XIX en Broadway, cuando, literalmente, “por amor al arte” o por mero interés filantrópico, individuos con grandes fortunas financiaban a directores teatrales para ayudarles a promover sus proyectos (Ramadani, 2009). Actualmente, esto ha evolucionado hacia varias industrias y sectores. Según el estudio de Veland Ramadani (2009), los *Business Angels* se caracterizan por realizar inversiones de alrededor de 10.000€ por negocio con una cartera entre dos y cinco inversiones, o incluso más si buscan una mayor diversificación. Se diferencian de las anteriores modalidades de inversión mencionadas porque invierten capital particular, no ahorro institucional o de un vehículo de inversión público.

La Asociación de redes *Business Angels* de España (AEBAN) agrega alrededor de 2.000 inversores, que en 2019 movilizaron más de 40 millones €. Para entender qué motiva a estos inversores, una encuesta realizada por Harrison y Mason (2004) analiza las principales razones (siendo la calificación 1 muy importante y 3 nada importante):

<i>Motivos</i>	<i>Hombres</i>	<i>Mujeres</i>
<i>Apoyar a las nuevas generaciones de empresarios</i>	2,10	2,68
<i>Satisfacción personal</i>	1,45	1,47
<i>Potencial de crecimiento</i>	1,50	1,58
<i>Ayudar a conocidos a montar sus propios negocios</i>	2,60	2,89
<i>Generar ganancias – ahora o en el futuro</i>	1,80	1,95

<i>Apoyar en la producción de bienes o servicios beneficiosos para la sociedad</i>	2,20	2,84
<i>Diversión</i>	1,95	2,32
<i>Reputacional</i>	2,60	2,89
<i>Otros motivos no financieros</i>	2,70	2,95
<i>Incentivos fiscales</i>	2,05	2,16

Tabla 2: Motivos que impulsan la inversión de los Business Angels (Fuente: adaptado de Harrison y Mason, 2004)

Como se puede observar, los inversores se benefician por los motivos y razones mencionadas, mientras que las empresas obtienen una financiación que impulsa sus negocios. Empresas como Amazon deben parte de su éxito a empresarios como Thomas Alberg.<sup>1</sup>

### 2.2.3 Aceleradoras de *Start-ups*

El concepto de *Start-up* normalmente se asocia con empresas jóvenes e innovadoras con ambición de crecimiento, a menudo en condiciones de incertidumbre significativa, como puede ser el lanzamiento ó desarrollo una tecnología no probada o un nuevo modelo de negocio (J. Bone, O. Allen, C. Haley, 2017). Dicho esto:

Las conocidas como “aceleradoras” se centran en impulsar a las empresas jóvenes que ya han salido al mercado, y a proporcionarles servicios y recursos con el fin de que crezcan, en su mercado de origen o abriendo nuevos mercados, en un corto periodo de tiempo. Les proporcionan financiación al igual que les sirve de mentores para su óptimo progreso.

### 2.2.4 Fondos de Deuda

Los fondos de deuda privada nacieron como alternativas de financiación para los fondos de capital de riesgo que buscaban apalancar su inversión para optimizar sus retornos (LBO). Actualmente, han evolucionado como prestamistas de empresas que buscan capital para su expansión, una reorganización de su accionariado o refinanciación de su deuda, sin necesidad de endeudamiento bancario o diluir a su accionario y manteniendo su autonomía. Estos fondos de “direct lending” (proporcionan préstamos directos a

---

<sup>1</sup> Thomas Alberg: empresario estadounidense. Durante más de dos décadas ha formado parte de la Junta Directiva Amazon al ser uno de los primeros inversores de la entidad.

empresas) normalmente ofrecen condiciones más ventajosas que las entidades privadas, como puede ser un plazo superior de devolución, o carencias prolongadas en las amortizaciones, a cambio también de un retorno mayor.

Como diferencia con la inversión de capital privado, estas suponen una inversión en el capital de la empresa, y, por lo tanto, con plazo indeterminado (aunque el horizonte de salida de la inversión pueda estar entre 3 y 7 años), mientras que las inversiones en deuda tienen una fecha de vencimiento. Una modalidad muy común de deuda privada son los préstamos conocidos como “Bullet”, en los que durante el período de vigencia únicamente se pagan intereses y se amortiza el 100% del capital al término del préstamo (JM. Torrens, 2016).

En los últimos años estos negocios han crecido a un ritmo muy relevante, dando lugar a la creación de en torno a 150 gestoras especializadas en esta modalidad en España (A. Muñoz, 2020). Estos pueden invertir en:

- Deuda de bajo riesgo

Esto incluye la deuda senior, aquella con la mejor valoración crediticia y que sitúa al acreedor como prioritario a la hora de cobrar en caso de quiebra. Tiene menos riesgo y consecuentemente, el tipo de interés es menor que otras emisiones ó préstamos. Este interés normalmente es variable y está compuesto por una parte fija y otra variable asociada a la evolución de un índice determinado como el Libor o Euribor, aunque últimamente, al encontrarse los tipos de interés en mínimos históricos, en torno a cero o incluso negativos, se conciertan muchas operaciones a tipo de interés fijo. (SelfBank, 2020)

- Deuda de mayor riesgo

El instrumento más común es la deuda subordinada, que consiste en que en el caso de quiebra y liquidación del prestatario o emisor, el cobro de estos bonos queda subordinado al cobro del resto de los acreedores senior ó comunes. Al ser mayor el riesgo, estas emisiones ofrecen una rentabilidad mayor que otros activos de deuda. (BBVA, 2020)

Otro instrumento de inversión es la deuda convertible, que es aquel bono ó préstamo, senior o subordinado, que tiene la posibilidad de transformarse en acciones ordinarias de la sociedad. En consecuencia, son instrumentos que encierran componentes de renta

variable, de renta fija y volatilidad (si el mecanismo de convertibilidad tiene opcionalidad para el emisor/prestatario o para el tenedor/prestamista/inversor), la tabla 3 explica los factores que afectan a estos bonos.

<b>Cambio en el valor variable de los convertibles</b>	<b>Valor del convertible</b>
<b>Efecto del bono</b>	
Incremento de diferenciales de crédito	-
Incremento de tipos de interés	-
Adición de opciones de venta de los inversores	+
<b>Efecto del warrant</b>	
Aumento del precio de los títulos	+
Incremento de la volatilidad	+
Incremento de los dividendos ordinarios	-
Vencimiento de la opción	-
<b>Efectos combinados</b>	
Incremento en el riesgo de opción de compra del emisor	-

*Tabla 3: Cambio en el valor de los convertibles (Fuente: propia adaptado de Aviva Investors, 2009)*

En esta categoría podemos incluir la deuda mezzanine y los préstamos participativos, que se explican a continuación.

### 2.2.5 Mezzanine

La deuda mezzanine es un híbrido entre deuda y valores de renta variable. Esta modalidad está compuesta por un bono ó préstamo de medio plazo, con prioridad en el cobro en caso de liquidación por detrás de la deuda senior y subordinada, pero antes de las acciones, y que además ofrecen alguna forma de acción apalancada, como podría ser un warrant o una opción. (Silbernagel & Vaitkunas, 2014), de manera al incluir ese warrant u opción abaratan el coste de la deuda. Para el inversor es atractivo porque en caso de que la empresa vaya bien, podría ejercitar el warrant/opción y beneficiarse del crecimiento en la valoración de las acciones de la empresa. En consecuencia, ofrecen un nivel de riesgo y rendimiento que se encuentra entre la renta fija y la renta variable. Consiguientemente, este instrumento puede adoptar la forma de deuda convertible preferente, deuda senior

subordinada, deuda subordinada convertible. La ilustración 4 explica la composición y donde yace el coste de capital de este compuesto de deuda.

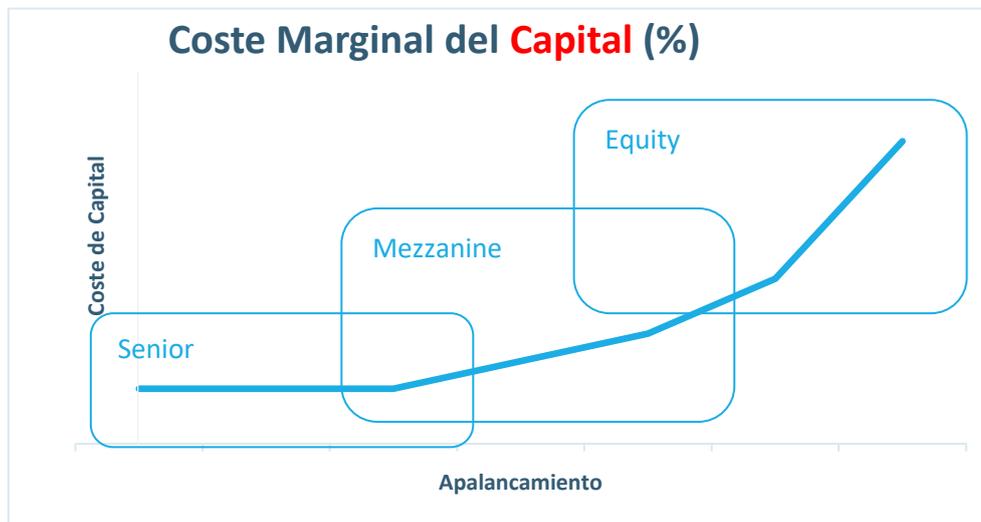


Ilustración 4: Coste Marginal del Capital (Fuente propia adaptada de Bond Capital)

Esta permite a las empresas, normalmente del *middle-market* financiarse adicionalmente a la posibilidad de obtener cualquier otro tipo de subvención, y, con ello impulsar su negocio. Utilizando este instrumento se consigue apalancar las necesidades de financiación y consecuentemente aumentar el ROE (*Return on Equity*). “El ROE determina la capacidad que tiene una empresa de generar valor para sus accionistas, (...) [c]uanto mayor sea el ROE, mayor será la rentabilidad que una compañía puede generar en relación con los recursos propios que emplea para financiarse”. (BBVA, 2020).

Por otro lado, este instrumento mejora la estructura del balance de la empresa, además de facilitar el acceso a préstamos adicionales o a capital social, ya que la confianza de un proveedor de deuda mezzanine enriquece la imagen de la empresa. No obstante, la deuda mezzanine es más cara que el apalancamiento tradicional, además de ser más difícil de obtener dado sus estrictos requisitos de transparencia. (L. Giurca, 2009).

### 2.2.6 Préstamos Participativos

La principal característica de esta fuente de financiación es que los intereses del préstamo son más flexibles, están formados por un interés fijo y por otro variable ligado a los resultados de la empresa. Consecuentemente, los prestamistas son los principales interesados en el buen funcionamiento de la compañía. A su vez, los periodos de

amortización tienden a ser bastante amplios. Los préstamos participativos están canalizados normalmente por entidades públicas, no obstante, también las instituciones privadas ofrecen esta modalidad de financiación. (J. Carazo, 2020)

### 2.2.7 Mercado Alternativo Bursátil

En muchos países existen los mercados alternativos bursátiles que ofrecen a las pequeñas y medianas empresas un nuevo acceso a la financiación a través de una gran comunidad de inversores, el mercado de valores. Es una adaptación de la Bolsa para empresas pequeñas y medianas.

En España, en 2008 se fundó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) con el fin de apoyar a las PYMES en su crecimiento eficiente, pero manteniendo su autonomía. Al ser un submercado del BME, su prestigio e imagen es positiva hacia los inversores y les proporciona una valoración objetiva de empresa. A su vez, le da tanto a inversores particulares como institucionales la oportunidad de conseguir liquidez a través de un método alternativo. A 15 de abril de 2020 hay 40 empresas cotizando en el MAB, con 6,87 millones € de contratación media diaria 2020 y 15.132 millones € de capitalización total entre EE (Empresas en Expansión) y SOCIMIs (Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario).

Otro ejemplo sería el AIM, que fue fundado en 1995 por el London Stock Exchange y que se considera un mercado internacional que permite a empresas en diferentes estadios de su ciclo de vida crecer económicamente en un ambiente regulatorio más flexible que la bolsa. A cierre de enero 2020, este mercado tiene un total de 851 empresas, de las cuales el 14% son extranjeras, que han conseguido un valor de mercado de más de £100,000 millones en 25 años.

### 2.2.8 Crowdfunding

El crowdfunding de préstamos consiste en la recaudación de fondos destinados al sector privado, canalizados mediante las tecnologías de la información y aportados por un elevado número de ahorradores (S. Steinberg y R. DeMaria, 2012). Estos recursos se destinan principalmente a pequeñas y medianas empresas, normalmente en fase de

crecimiento o introducción. Este tipo de financiación se utiliza como suplemento adicional a los recursos ya obtenidos por otro instrumento. En la ilustración 5 se pueden observar la cantidad de capital según la fuente de financiación.

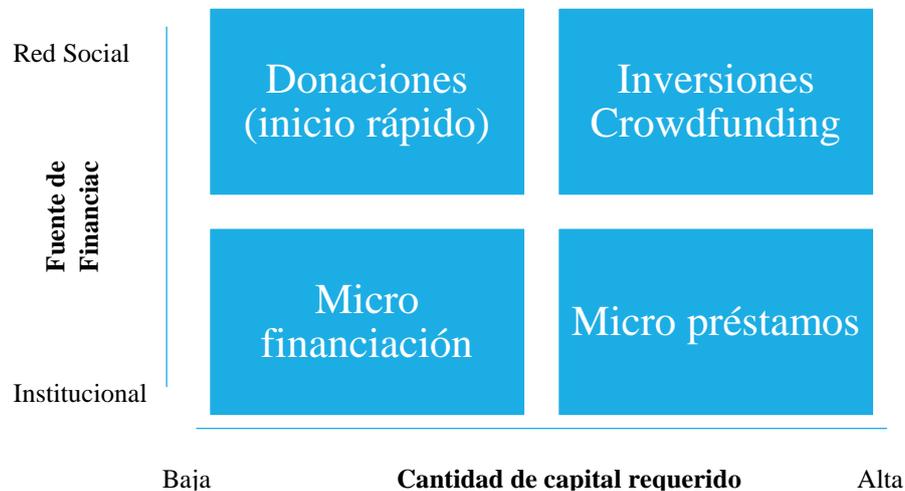


Ilustración 5: Cantidad de capital según fuente de financiación (Fuente propia adaptada de WorldBank)

Dentro de esta modalidad de financiación a empresas privadas existen dos tipos de crowdfunding: crowdfunding basado en deuda y crowdfunding basado en capital.

- Crowdfunding basado en deuda

Los acreedores reciben un instrumento de deuda que paga un tipo de interés fijo o variable y el reembolso de principal en una determinada fecha. Implica una tasa de rendimiento predeterminada. A su vez, con lo que respecta los inversores, estos son prioritarios en caso de bancarrota, por lo que al suponer un menor riesgo facilita la captación de recursos por parte de la empresa. Suele ser utilizado por empresas o proyectos que posean un flujo de caja positivo y que no quieran diluir sus fondos propios. En Europa, alrededor del 80% de las recaudaciones de fondos con este método son de renta fija.

- Crowdfunding basado en capital

Este instrumento proporciona financiación a las empresas por medio de la entrada en el capital. Los inversores reciben acciones o participaciones en los beneficios a través de este instrumento, por lo que las ganancias no están definidas, lo cual implica un mayor riesgo de pérdida, a cambio de un retorno potencialmente muy alto en el caso de que la empresa o proyecto tenga éxito.

### 2.2.9 Mercado Alternativo de Renta Fija

Los Mercados Alternativos de Renta Fija permiten a las medianas y pequeñas compañías ampliar sus posibilidades de financiación al poder emitir renta fija en pequeños volúmenes, lo que puede ser más flexible y a un coste menor que otras fórmulas a las que pudieran tener acceso, siempre limitadas por su reducido tamaño. La renta fija implica que el emisor está obligado a cumplir con pagos previamente detallados tanto en vencimiento como en cuantía. Puede ser tanto en corto como en largo plazo.

En España el MARF fue fundado en 2013, y se diferencia del Mercado AIAF en que fue diseñado para empresas de menor valor, para que sus emisiones puedan cotizar igual que en los mercados secundarios de empresas más grandes.

Los productos que ofrecen el MARF, por lo general, no tienen pagos intermedios. Tienden a ser amortizados al vencimiento, por lo que es un alivio con lo que respecta la liquidez necesaria de la compañía y permite que el Cash Flow<sup>2</sup> sea reinvertido para su crecimiento (G. Gómez-Retuerto, Director General de Renta Fija de BME, 2019) Además, en aquellos productos con pagos intermedios, al ser de renta fija se conocen los pagos y el tipo de interés en todo momento dando pie a una mejor planificación tanto del inversor como del empresario. Por otro lado, este mercado permite ofrecer productos tanto a largo como a corto plazo, adaptándose a las necesidades del emisor. (G. Gómez-Retuerto, 2019)

Como se puede observar en la ilustración 6, el mercado ha ido creciendo desde su fundación. Los bonos<sup>3</sup> han sido los principales protagonistas, no obstante, los pagarés<sup>4</sup> (valores representativos de deuda emitidos a corto plazo, hasta un máximo de 18 meses, y al descuento) han ido ganando mayor importancia. Al último trimestre de 2019, más de 70 compañías habían confiado su financiación a este mercado extendiendo su volumen de emisión más de 7.000 millones€, con un crecimiento del 57% con el año anterior.

---

<sup>2</sup> Cash Flow: “implica los flujos de entradas y de salidas de caja o efectivo” (F. Ucha,2011)

<sup>3</sup> Bonos: Título de renta fija emitido por una empresa privada o por una institución pública (RAE,2020)

<sup>4</sup> Pagaré: Título de valor que contiene una promesa de librador de pagar una cantidad determinada a otra persona o su orden, en lugar y fecha determinado en el mismo (RAE, 2020)

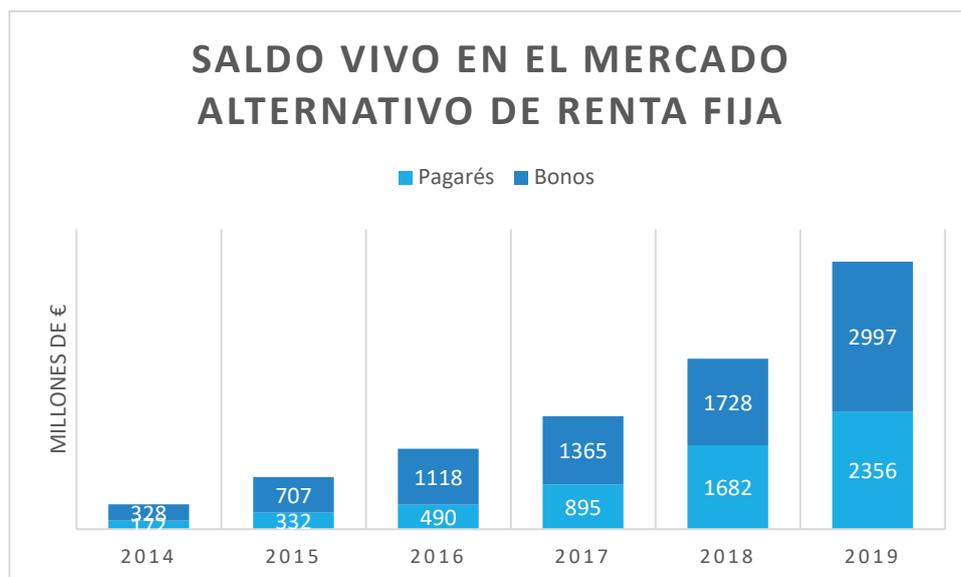


Ilustración 6: Saldo Vivo en el mercado de renta fija (Fuente: propia adaptado del BME)

#### 2.2.10 Shadow Banking

*Shadow banking* se puede utilizar para denominar el conjunto de instrumentos mencionados anteriormente, pero paralelamente también es el término utilizado para denominar a aquellas entidades que ofrecen préstamos a las empresas con términos más flexibles que los bancos tradicionales, a cambio de un retorno mayor.

La banca en la sombra incluye a todas las entidades financieras que realizan actividades similares a los bancos, sin embargo, este sistema bancario paralelo no está sujeto a los mismos requisitos reglamentarios de los bancos tradicionales y no tienen acceso a redes de seguridad pública (Agirman, Ozcan & Sercemeli, 2013)

#### 2.3 Ventajas

- Entidades acreedoras

Para las entidades acreedoras o financiadoras que trabajan en esta industria, una de sus principales ventajas es la carencia de regulación, y por ello, respecto a los bancos, no tienen exigencias de capital mínimo, reservas o provisiones, lo que les permite conseguir

grandes retornos y a su vez integrar mayores riesgos a su estrategia sin ser controlados por aquellas regulaciones que abordan la financiación tradicional.

- Entidades deudoras

Aquellas organizaciones que reciben el capital de esta industria se benefician de la flexibilidad que les ofrecen, impulsada principalmente por la falta de regulación que omite varias capas burocráticas de los bancos tradicionales, y por la gran variedad de acreedores a su disposición. A su vez, esta modalidad les permite conseguir préstamos cuando las entidades bancarias no se los ofrecen, y, en ocasiones, los acreedores les proporcionan además conocimientos y otros recursos para el desarrollo de su compañía y su negocio. A su vez, como se verá en el caso del apartado 5, esta modalidad tiende a estar relacionada con empresas con mayor vocación de crecimiento.

## 2.4 Desventajas

- Entidades acreedoras

No están respaldadas por los bancos centrales en caso de problemas de liquidez, por lo que en caso de que sufriese problemas financieros las entidades deben utilizar otros apoyos o admitir la caída en situación concursal.

Por otro lado, debido a la flexibilidad y accesibilidad de esta metodología, las empresas acreedoras quedan expuestas al fraude por parte de las entidades captadoras de recursos.

- Entidades deudoras

Para empezar, en la mayoría de las ocasiones, optar por la financiación alternativa supone asumir unos tipos de interés mayores, consecuentemente, este tipo de financiación es más cara que la banca tradicional. Además, el pago de intereses, en cuantía y condiciones, pueden no diferenciarse mucho de los instrumentos de deuda tradicionales, y por ello el prestatario debe ser capaz de obtener flujos de caja suficientes para atender el servicio de la deuda en las condiciones establecidas. A su vez, estos préstamos suelen ser concedidos en una cuantía más reducida que los préstamos y créditos de la banca, de ahí que, en

muchos casos no puede ser utilizada como fuente de financiación principal y tienda a ser considerada financiación complementaria.

Por otro lado, las entidades endeudadas deben tener en cuenta que estas instituciones no se someten a las mismas regulaciones que los bancos, consecuentemente no hay regulaciones que aporten seguridad a los clientes y que reduzcan el riesgo de estas financiaciones.

## 2.4 Regulación

Una de las mayores ventajas de esta industria es la escasa regulación a la que está sometida su actividad. Existen varias razones por las cuales los gobiernos permiten este relativo “vacío” legal.

Para empezar, con la crisis de 2008, se puso de manifiesto la gran dependencia que tenían las empresas de la financiación bancaria y como esta dependencia excesiva era perjudicial para el crecimiento económico sobre todo en periodos de tensiones microfinancieras. Consecuentemente los gobiernos impulsaron los instrumentos de financiación alternativa, y un claro ejemplo es el Mercado Alternativo Bursátil o el Mercado Alternativo de Renta Fija, que disminuyen la dependencia de las empresas de la banca tradicional a la hora de financiarse y consecuentemente proporcionan mayores posibilidades de crecimiento económico para aquellas empresas que por su naturaleza demandan alternativas de financiación. Es más, la aparición de estos mercados ha derivado en cambios legislativos para impulsar la compra de estos instrumentos con incentivos o permisos para la participación de empresas de seguros y fondos de pensiones. (F. Martínez, 2019)

Por otro lado, las entidades de financiación alternativa como los fondos de inversión, los *Business Angels*, y demás, fueron reguladas en España por primera vez en 2005<sup>5</sup>, pero durante los años siguientes estas legislaciones se han modificado para impulsar su desarrollo, por ejemplo mediante la ley 22/2014 que constituye las figuras de entidades de capital de riesgo pymes, agilizando los requisitos de su establecimiento y

---

<sup>5</sup> Por medio de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras

transformando sus activos de inversión, permitiendo, sobre todo, un mayor uso de préstamos participativos para la financiación de las pymes, y su asesoramiento (S. Carbó & F. Rodríguez, 2015). En general, esta falta de regulación, o al menos, este marco regulatorio más reducido, se puede deber principalmente a la confianza que los estados depositan en estas entidades a las que perciben como autodisciplinadas como consecuencia de la repercusión que las malas prácticas o la falta de disciplina financiera o de control puedan causar en su reputación.

Del mismo modo, las plataformas de crowdfunding están supervisadas por la CNMV, con la participación del Banco de España. Las empresas tienen que superar y justificar unos requisitos para poder formar parte de estas plataformas. Por otro lado, las plataformas tienen un rango limitado de servicios que pueden ofrecer. A su vez, a raíz del riesgo que implica esta modalidad de financiación, la regulación española divide a los inversores en dos categorías: en acreditados y no acreditados. A los primeros no se les imponen límites de inversión y a los segundos se les limita su inversión a 3.000€ al mes y 10.000€ al año. Paralelamente, las empresas que acuden a estos instrumentos tienen un máximo de volumen de financiación que pueden captar dependiendo del tipo de inversores al que se dirijan. (BBVA, 2015)

Otras de las razones por las cuales los gobiernos no intervienen tanto en estas entidades es porque colaboran en la reducción de la deuda bancaria acumulada y permite la reestructuración de las empresas que sufren de sobreendeudamiento. A su vez, impulsando estos métodos de financiación, los bancos se ven forzados a adaptarse reduciendo sus costes y aumentando sus créditos, sin dejar de lado la seguridad financiera. Y a raíz de esta transformación y mejora del sistema bancario, se impulsa la actividad económica de los países.

Por otro lado, con el impulso y fomento de estas modalidades de financiación, aumentan los niveles de transparencia de las compañías, sus posibilidades de financiación mejoran, las compañías declaran haber alcanzado un mayor grado de gestión profesional de su negocio y, también se producen mejoras en términos de prestigio y reputación (Martínez-Pina, 2019).

Adicionalmente, se han introducido herramientas macroprudenciales. “La política macroprudencial tiene como objetivo potenciar la estabilidad financiera mediante la

prevención y mitigación de los denominados riesgos y vulnerabilidades de carácter sistémico, facilitando de esta manera una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico” (BdE, 2020). Por lo tanto, se utilizan para garantizar la estabilidad financiera y mitigar el impacto negativo de las OIF, siendo las más relevantes las analizadas en la tabla siguiente. Como se puede observar, la mayoría de los instrumentos buscan reducir las cuestiones relacionadas con la iliquidez y los desajustes de vencimiento. (Banco de España, 2019)

<i>Instrumento</i>	<i>Objetivo intermedio</i>	<i>Observaciones</i>
<i>Comisión de reembolso</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Su puesta en marcha otorga derecho de separación a los partícipes
<i>Redemption gate</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Para fondos alternativos e inmobiliarios
<i>Reembolso en especie</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	No se pueden usar en circunstancias normales
<i>Side pockets</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	No se pueden usar en circunstancias normales. No disponible para fondos inmobiliarios
<i>Suspensión de los reembolsos</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	No se pueden usar en circunstancias normales. Los fondos inmobiliarios pueden suspender reembolsos hasta dos años. En el resto no hay límites
<i>Restricciones a los reembolsos</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	
<i>Límites a la concentración de activos</i>	Excesiva concentración de riesgos en determinados activos o sectores	Requisito regulatorio
<i>Límites al uso de derivados</i>	Excesivo apalancamiento	Requisito regulatorio
<i>Límites al apalancamiento</i>	Excesivo apalancamiento	1 Requisito regulatorio en UCITS. La CNMV puede establecer límites específicos en fondos alternativos
<i>Coefficiente de liquidez</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Requisito regulatorio

<i>Refuerzo de liquidez</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Por razones de estabilidad financiera y temporalmente, la CNMV puede exigir para una entidad o un conjunto de entidades el incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos.
<i>Límites y condiciones a la actividad de estas entidades para evitar un endeudamiento excesivo del sector privado</i>	Excesivo apalancamiento	Medida de aplicación a todas las entidades supervisadas por la CNMV

*Tabla 4: Herramientas macroprudenciales para el IFNB (Fuente: adaptación propia de CNMV, 2020)*

En consecuencia, se puede decir que la intermediación financiera no bancaria está exenta de muchas de estas regulaciones debido al beneficio que proporcionan actualmente a las empresas y a la economía en general, lo cual, no obstante, se podría revertir si fuese necesario para incorporar un mayor control por parte del Estado y su estructura de regulación y supervisión.

## 3.EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

### 3.1 Origen de esta modalidad de financiación

La financiación alternativa lleva presente en la economía mucho tiempo, no obstante, su auge se materializa tras la crisis de 2008, a consecuencia de la cual se puso de manifiesto la vulnerabilidad de la dependencia de un solo tipo de financiación pasiva. Antes de la crisis económica mundial, España contaba por entonces con un sistema bancario claramente sobredimensionado, excesivamente concentrado en prestar recursos para actividades inmobiliarias y residenciales, y muy dependiente de la financiación mayorista internacional (Hernández de Cos, 2019). Las innovaciones en la intermediación de créditos no bancarios representan, al igual que cualquier forma de intermediación financiera, una respuesta a las necesidades insatisfechas y preferencias de los prestatarios y prestamistas (Adrian & Jones, 2018). Y es precisamente ese motivo el que, como vamos a exponer, se puso de manifiesto a raíz de la crisis bancaria que tuvo lugar dentro de la crisis financiera global.

#### 3.1.1 Reducción de créditos

Uno de los principales detonantes de la recesión económica fue el sobre endeudamiento, por la masiva concesión de créditos a empresas y particulares, lo cual tuvo consecuencias devastadoras para los bancos. Este derivó en un aumento de las primas de riesgo, públicas y privadas. Con este catalizador, tras la crisis las entidades bancarias se volvieron más precavidas a la hora de otorgar préstamos a las entidades. Los criterios de aprobación de préstamos se han endurecido en los últimos años después de tocar sus mínimos en 2005 y con sus picos más elevados en 2008, desde ahí el criterio y la exigencia ha disminuido, pero sigue siendo bastante rigurosa (BCE, 2010).

La ilustración 7 demuestra la variación de los criterios de aprobación de préstamos en los años de la crisis y como la intermediación financiera no bancaria era necesaria para balancear la falta de financiación tradicional a las empresas.



Ilustración 7: Evolución de los criterios de aprobación del crédito (2006-2009) (Fuente: propia adaptación BCE, 2010)

Como podemos observar en la ilustración 8 la razón principal por ese endurecimiento de la concesión de créditos se debió principalmente a los riesgos percibidos, traducidos en un mayor requerimiento de provisiones y capital, que a su vez se tradujo en una reducción de la concesión de préstamos y créditos y un encarecimiento de los mismos, lo cual obligó a las empresas a buscar financiaciones alternativas para desarrollar sus negocios.

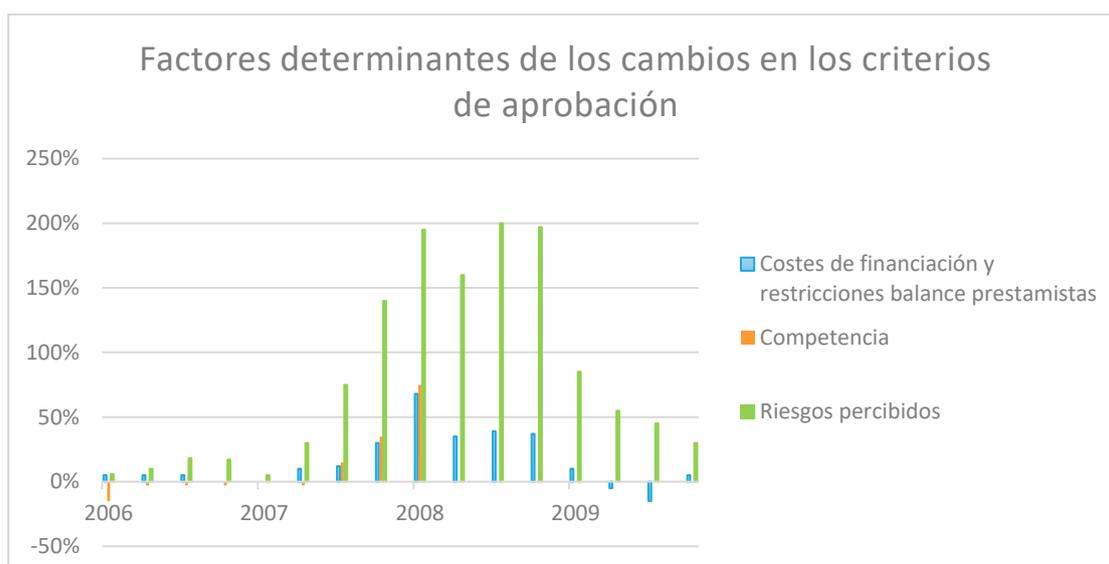


Ilustración 8: Factores determinantes de los cambios en los criterios de aprobación (2006-2009) (Fuente: propia adaptación del BDE, 2010)

### 3.1.2 Concentración Bancaria

Relacionado con la crisis financiera, un elemento que resultó un gran impulsor de las fuentes alternativas de financiación puede atribuirse a la consolidación bancaria, que ha tenido un gran protagonismo en el siglo XXI. Se ha vivido de manera desigual en los diferentes mercados. En España, por ejemplo, se ha experimentado de manera muy intensa, puesto que las cajas de ahorro han desaparecido prácticamente. En el presente, a abril de 2020, hay 51 entidades registradas en el registro de bancos y banqueros del Banco de España (BdE, 2020), mientras que en 2008 había 122 entidades. En el apéndice 1.1 se puede observar las principales consolidaciones bancarias en el país.

El gran factor determinante fue la gran necesidad de capital tras el auge del riesgo de crédito. Consecuentemente algunas entidades fueron intervenidas y requirieron recapitalización a través del Fondo de Garantía de Depósito, fondos públicos o privados.

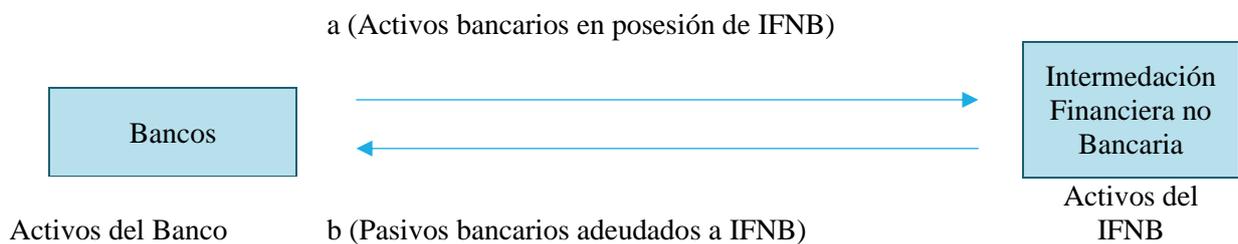
A su vez, a través del mecanismo llamado Sistema Institucional de Protección (SIP) varias entidades se aglomeraron para mitigar riesgos que finalmente culminaron en fusiones. A esta reducción se le sumó la salida del mercado español de bancos internacionales con sedes minoristas en España como fue el caso de Citigroup o Barclays. (P. Atkinson, 2017)

Como consecuencia de esta consolidación, se ha reducido el número de alternativas bancarias que tienen los clientes a la hora de buscar financiación y, en consecuencia, ha ampliado la necesidad de las empresas de buscar y confiar en una financiación alternativa.

### 3.1.3 Bajas rentabilidades para los inversores

Como consecuencia a la situación de la economía, y las políticas monetarias laxas con reducciones masivas de los tipos de interés, los inversores se han encontrado con un escenario en el que la rentabilidad de las carteras de activos de renta fija y préstamos se ha reducido considerablemente, lo cual elevó el atractivo de los préstamos alternativos como activos de inversión. Se encontraron con un gran mercado desatendido por la banca tradicional, que les podría llegar a ofrecer un rendimiento absoluto más elevado con un riesgo ajustado.





**Medidas de interconexión:**

Exposiciones de los bancos a IFNB =	Uso bancario de la financiación de IFNB=
A	b
Activos bancarios	Activos bancarios

IFNB uso de financiación bancaria=	Exposición IFNB a los bancos=
a	b
Activos IFNB	Activos IFNB

Ilustración 10: Análisis de la interconexión directa entre bancos y IFNB (Fuente: propia adaptada de FSB, 2019)

Los bancos y la IFNB están directamente conectados con canales de financiación que operan en ambas direcciones. Un claro ejemplo es la inversión directa de los bancos en entidades de financiación no bancaria o la concesión de préstamos y créditos a estas entidades. A su vez, dichos organismos depositan su dinero en los bancos, siendo una conexión recíproca. (CMNV, 2018)

Las ilustraciones 11 y 12 nos enseña la relación entre la banca tradicional y los agentes de financiación no bancaria.

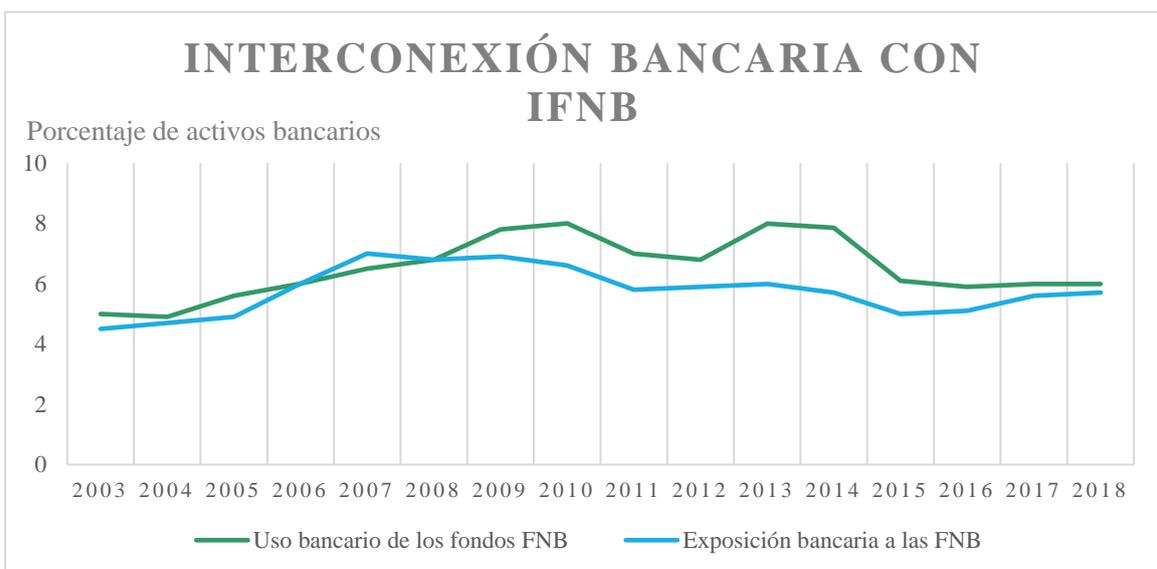
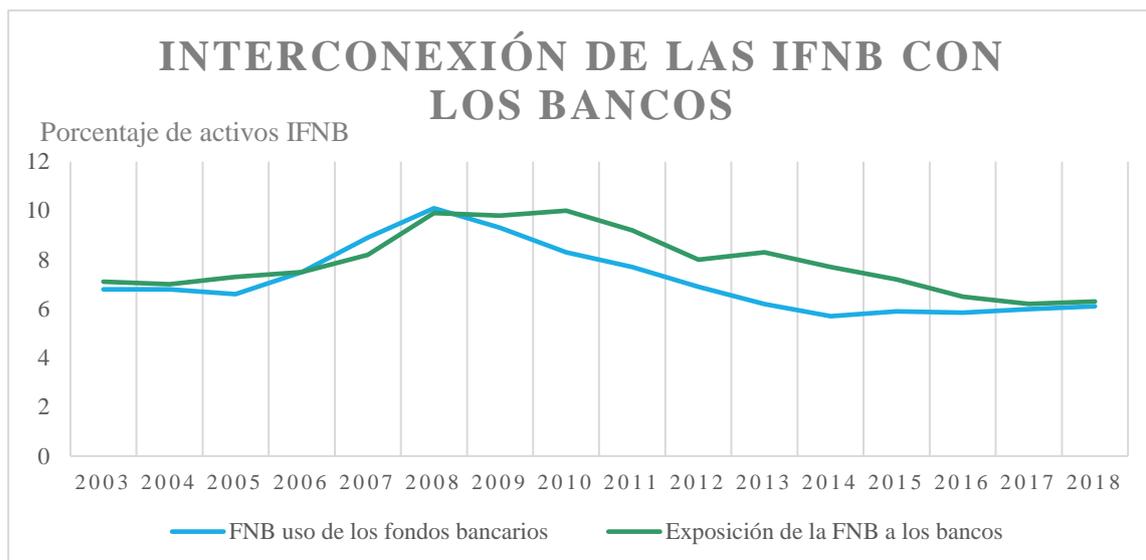


Ilustración 11: Interconexión bancaria con IFNB (Fuente: propia adaptada FSB, 2019)



*Ilustración 12: Interconexión de las IFNB con los bancos (Fuente: propia adaptada FSB, 2019)*

Como se puede observar, la dependencia de los bancos con lo que respecta las IFNB se mantiene en los últimos años entre el 4-8% de los activos bancarios. Mientras que la dependencia que mantienen las IFNB de los bancos ha disminuido considerablemente desde la crisis financiera.

En el caso de España, en 2018 la exposición de los bancos a los IFNB era de 248.333 millones de €. No obstante, esta cifra se ha reducido bastante desde los alrededor de 460.000 mill. € que alcanzaba en 2010. La interconexión de las OIF con el resto de los sectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo subsector la que presenta los valores más elevados. (CMNV, 2018)

### 3.3 Evolución EE. UU vs España

En Estados Unidos la financiación alternativa apareció en los años ochenta con los “*junk bonds*” ó “bonos basura”. Estos bonos “son instrumentos financieros de deuda de baja calidad crediticia (...), y que implican un elevado riesgo, (...) [e]n compensación a este elevado riesgo, ofrecen un tipo de interés más elevado y en ocasiones muy por encima de la media del mercado” (S. Gil, 2015). Este instrumento financiero permitió que las empresas se financiaran de manera más económica que a través de la banca tradicional, accediendo al mercado de renta fija.

A día de hoy, Wall Street ha pasado de comprar esos bonos a proporcionar la financiación directamente, sobre todo a aquellas empresas de *mid-market*, a través de fondos de inversión, *hedge funds*, y demás instituciones. Ha llegado incluso a superar en volumen económico a la banca tradicional en lo que se refiere préstamos a empresas medianas y a consumidores (FSB, 2019).

Este movimiento ha debilitado la economía americana convirtiéndola en más sensible a las expansiones y a los altibajos. Varios economistas como Steven Pearlstein (2019) advierten que “otra gigantesca burbuja de crédito está lista para estallar, esta vez tiene que ver con el préstamo de negocios, estamos a punto de aprender esa dolorosa lección de nuevo”. A su vez, en Estados Unidos uno de los grandes detonadores de la crisis de 2008 fueron estas fuentes no bancarias de financiación a través de sus préstamos a prestatarios no cualificados y con la financiación de algunos de los exóticos instrumentos de inversión como los bonos de titulización que se derrumbaron cuando las hipotecas de alto riesgo se desmoronaron.

A día de hoy, esta financiación sigue siendo primordial en Estados Unidos. En el segundo trimestre de 2019, componía el 29% de la intermediación no bancaria global, con un total de 15 trillones de \$. (CNBC, 2019)

La ilustración 13 muestra la evolución de los activos financieros en Estados Unidos, y, como se puede observar, la mayor parte de la financiación proviene de instituciones ajenas a la banca tradicional, “Otros intermediarios financieros”, que comprenden a los fondos de capital riesgo, fondos de renta fija, fondos de deuda, fondos de fondos, etc. Es decir, toda aquella financiación alternativa mencionada previamente. Parte del poder y del dramático crecimiento de las actividades de los fondos de capital de riesgo y otros

vehículos de financiación alternativa está relacionado con el débil entorno regulatorio de los EE.UU.

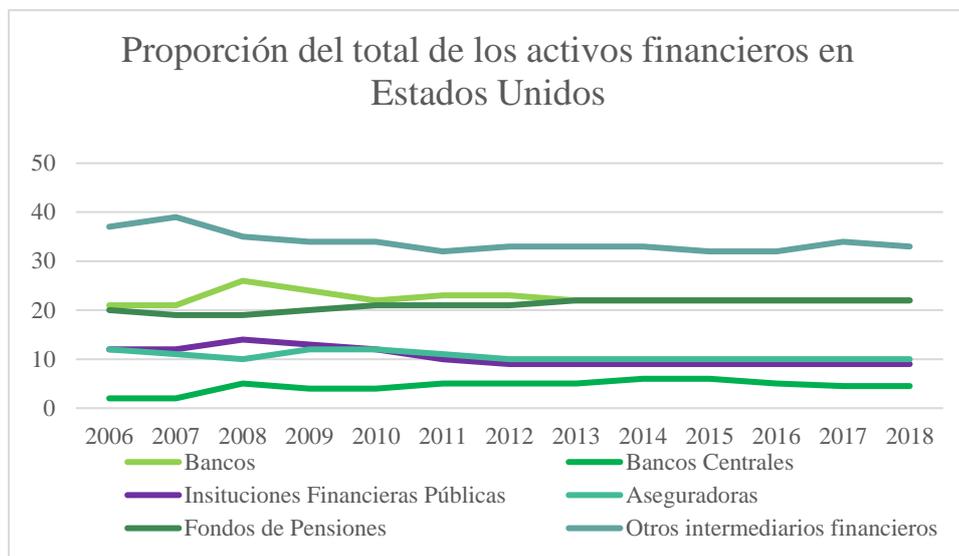


Ilustración 13: Proporción del total de los activos financieros en Estados Unidos (Fuente: propia adaptada FSB, 2020)

Como se puede observar, los bancos no son los principales financiadores del país. Es más, a partir de 2013, su proporción del total de activos financieros es similar a la de los fondos de pensiones, debido a la desconfianza que se generó tras la crisis. Esto, a su vez, ha causado el ligero incremento de la intervención por parte del Banco Central ante la presión por el aumento de la deuda acreditada por instituciones no bancarias ni públicas.

Como se puede analizar con la ilustración 14, que muestra proporción total de los activos financieros en España, las diferencias entre Estados Unidos y España son notables debido al gran peso que tienen los bancos en el sistema financiero español, al suponer la financiación bancaria alrededor del 60% de los préstamos. No obstante, este peso se ha visto reducido en los últimos años por diversas causas, entre ellas, cabe enfatizar, los efectos contractivos sobre el saldo vivo de crédito derivado del intenso proceso de reestructuración del sistema financiero en 2012, en un contexto económico recesivo, que alimentaba esta disminución (Martínez-Pina, 2020). A su vez, a diferencia de Estados Unidos, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, dispone de una participación más significativa, que además ha ido aumentando en los últimos años.

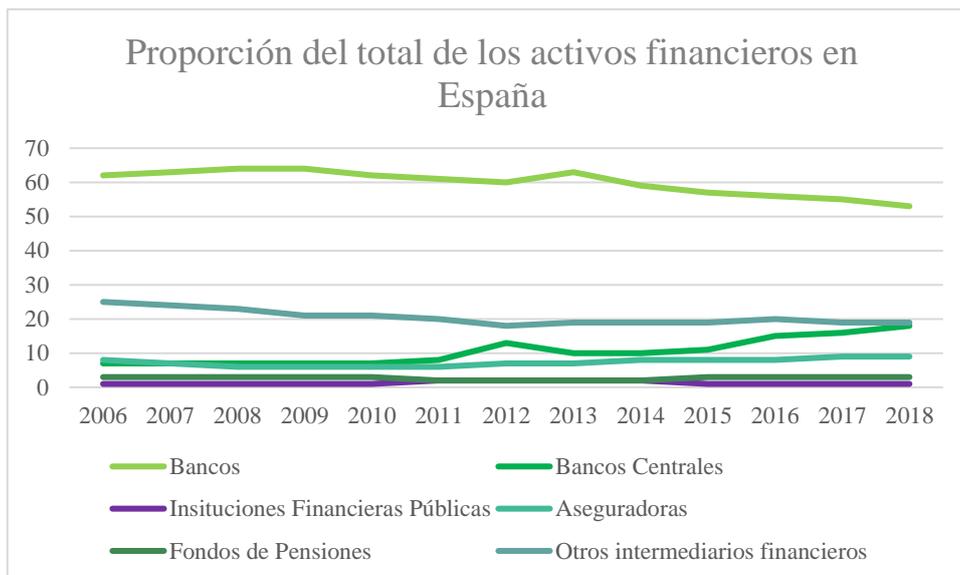


Ilustración 14: Proporción del total de los activos financieros en España (Fuente: propia adaptada FSB, 2020)

#### 4. ACTUALIDAD DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En este último periodo se han producido numerosos factores que han apoyado una evolución positiva en la IFNB.

Desde julio de 2011 los tipos de interés se han ido reduciendo hasta llegar a sus mínimos históricos (BdE, 2020). Como se puede observar en la ilustración 15 los préstamos bancarios a sociedades de hasta un millón de euros han sufrido una caída gradual desde principios de 2017. Por otro lado, los préstamos de un valor superior a un millón de euros experimentan un movimiento menos constante, cerrando 2019 con un tipo de interés del crédito bancario de 1,4%. Esto se debe a las reformas en la política monetaria expansivas que han llevado a cabo el Banco Central para frenar la desaceleración y la limitada tensión inflacionista. Entre estas políticas se encuentra la reducción de los tipos de interés en los mercados de deuda (BME, 2020).

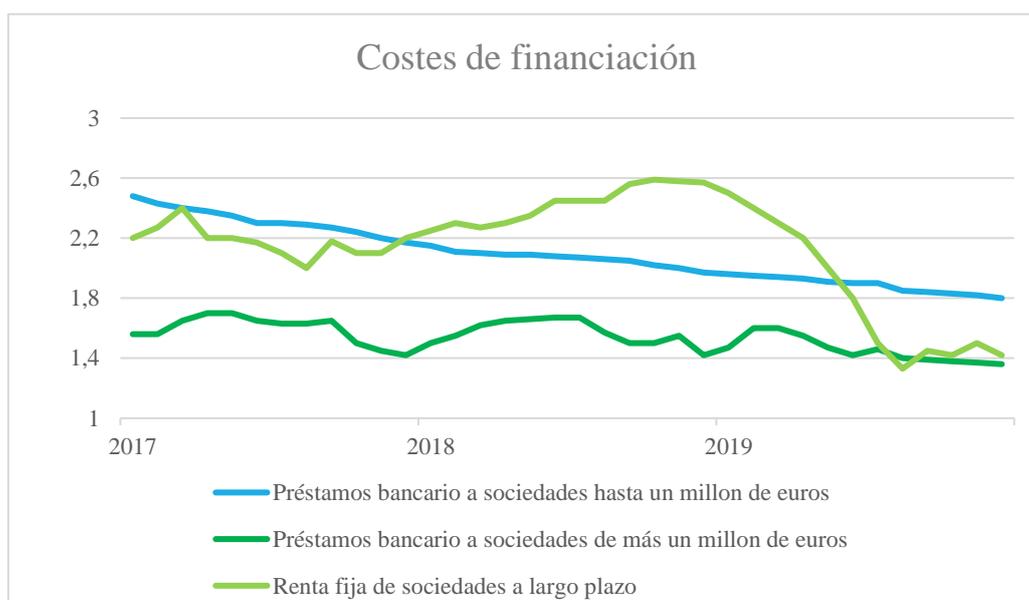


Ilustración 15: Coste de financiación 2017-2019 (Fuente: BdE, 2020)

Consecuentemente el coste de emisión de la deuda corporativa también ha sufrido una gran reducción durante. No obstante, en el tercer cuarto del año consiguió aumentar ligeramente como consecuencia del aumento de las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo. (BdE, 2020). Como consecuencia de estos tipos de interés tan bajos, se han aumentado las estrategias que buscan mayores rentabilidades entre los inversores, aumentando el poder de IFNB, que financia activos más arriesgados y normalmente menos líquidos a cambio de un retorno mayor. Un claro indicador es el aumento de las

subscripciones netas de fondos de inversión con un alto riesgo, como destaca las cuentas financieras del Banco de España en 2019.

Paralelamente a esto, se le ha unido una menor concesión de créditos según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), realizada por el Banco de España y publicado en el primer trimestre de 2020, sobre todo a las PYMES, como consecuencia de unas perspectivas más negativas sobre la posible evolución de las empresas en el ejercicio económico actual, y con previsiones de que esta situación siga deteriorándose, como se puede observar en la ilustración 16. Esto ha llevado a un endurecimiento de los criterios que aplica la banca a la hora de otorgar créditos lo que, en consecuencia, ha generado nichos para los IFNB.

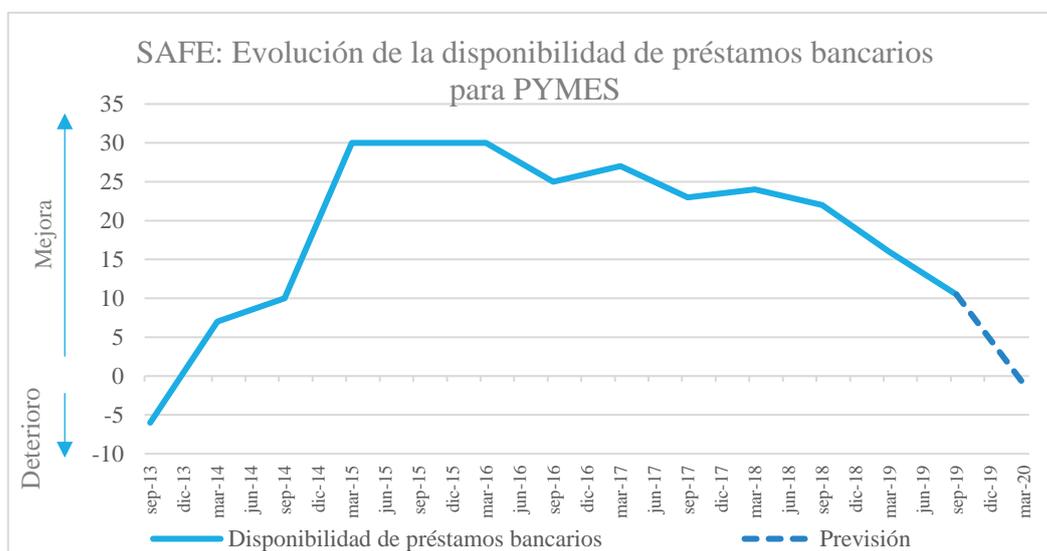


Ilustración 16: SAFE: Evolución de la disponibilidad de préstamos bancarios para PYMES (Fuente: BDE, 2020)

Como se puede observar en la ilustración 17, 2019 empezó con una variación positiva en la tasa interanual de la financiación a las sociedades no financieras. No obstante, a partir de octubre 2019 se empezó a reducir la variación interanual, marcado sobre todo por la reducción de los préstamos del exterior. Cabe recalcar el aumento de los valores representativos de deuda, ya que estos han tenido una variación positiva y, destacablemente elevada en 2019 y 2020, En el caso de los préstamos de entidades de crédito han tenido una variación negativa continua desde mediados de 2017. Como

consecuencia, este instrumento ha registrado una gran reducción en su representación en los pasivos de las empresas.



Ilustración 17: Financiación a las sociedades no financieras. (Fuente: BCE, 2020)

Según la EPB se ha producido una reducción de la demanda por lo que se ha disminuido la actividad crediticia. Esto tiene una gran relación con la reducción del endeudamiento del sector privado que se encuentra en sus mínimos desde la crisis financiera con una bajada de más de 70 puntos desde 2010 (BdE, 2020). Paralelamente, las empresas que se encuentran con un contexto económico óptimo, se han vuelto más selectivas a la hora de seleccionar su financiación debido a la gran selección de prestatarios como hemos mencionado previamente. Todo esto deja una mayor cabida y capacidad de intervención a las IFNB, junto con la impaciencia de las empresas a la hora de buscar financiación inmediata, flexible y personalizada, requisitos que la banca tradicional no puede cubrir. (G. Barquín, 2016)

Consecuentemente, esto le ha dado una mayor cabida a las IFNB, las cuales han conseguido aumentar su depósito en las sociedades financieras desde 2013, con un crecimiento del 30% hasta la fecha estudiada. Mientras que las entidades tradicionales de financiación reducían su impacto en la economía actual un 38%. (BdE, 2020)

Por lo tanto, para tener una idea más visual del papel de las instituciones financieras en España en la actualidad, tenemos la ilustración 18, que relaciona el tamaño de dichas entidades respecto al total de activos financieros. Como se puede observar, las instituciones financieras, integradas por el Banco de España, las entidades de crédito, los fondos del mercado monetario, los establecimientos financieros de crédito y las entidades de dinero electrónico, siguen siendo la fuente principal de financiación de la economía española. A su vez, el 78% de los activos totales de la industria financiera pertenece a las entidades de crédito.

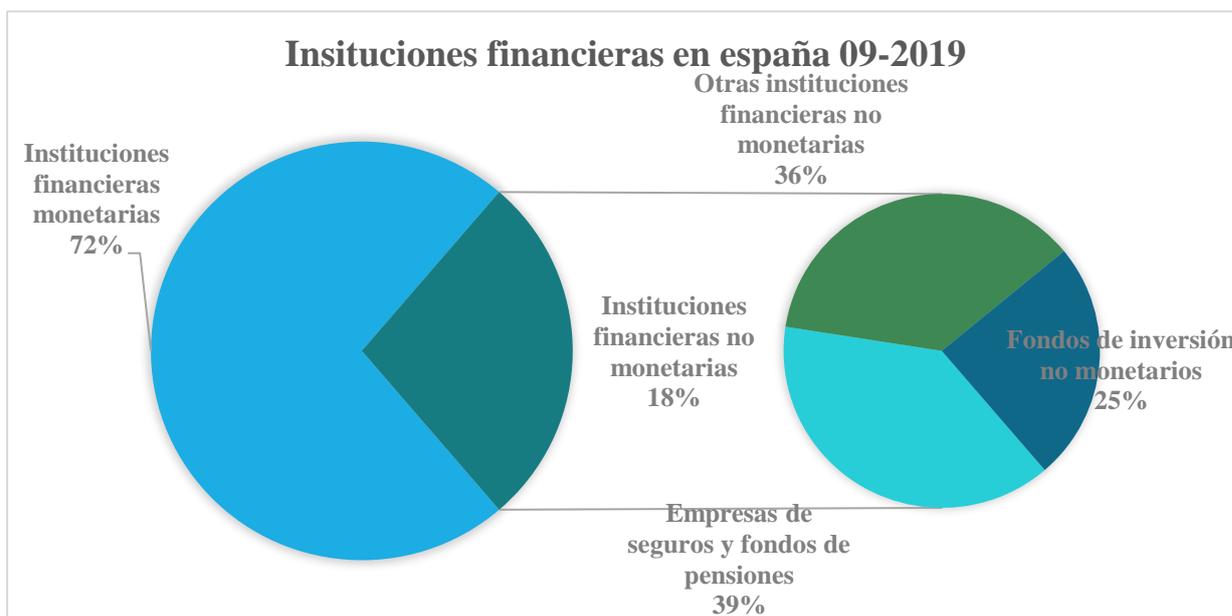


Ilustración 18: Total de activos de las instituciones financieras en España 09-2019(Fuente: propia adaptada de BdE, 2019)

Por otro lado, las instituciones financieras no monetarias, compuestas por los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros y fondos de pensión y otras instituciones financieras no monetarias, suman el 18% de la financiación, y si excluimos a las aseguradoras y fondos de pensiones, obtenemos que la financiación de las OIF suponen el 16,8% de los activos totales de la industria financiera a la fecha.

Por tomar otra referencia de la evolución de la financiación alternativa, a continuación, comparamos la variación del precio entre los índices principales de referencia de la Bolsa de Madrid (IBEX 35) y del MAB (IBEX 15). En la ilustración 19 se puede observar que el IBEX 15 es más volátil que el IBEX 35, ya que el IBEX 35 se ha mantenido más estable en los últimos 24 meses, destacando la gran caída del índice en marzo 2020. La bajada del índice ha sido motivada principalmente por la desaceleración económica, las tensiones y la reducción del comercio internacional causado por la propagación del COVID-19 (BME, 2020). Este parón económico mundial también ha afectado negativamente al IBEX 15, el cual había conseguido tener un crecimiento muy significativo desde septiembre 2019, situándose en su mayor valor histórico con una cotización de 1.874 €.

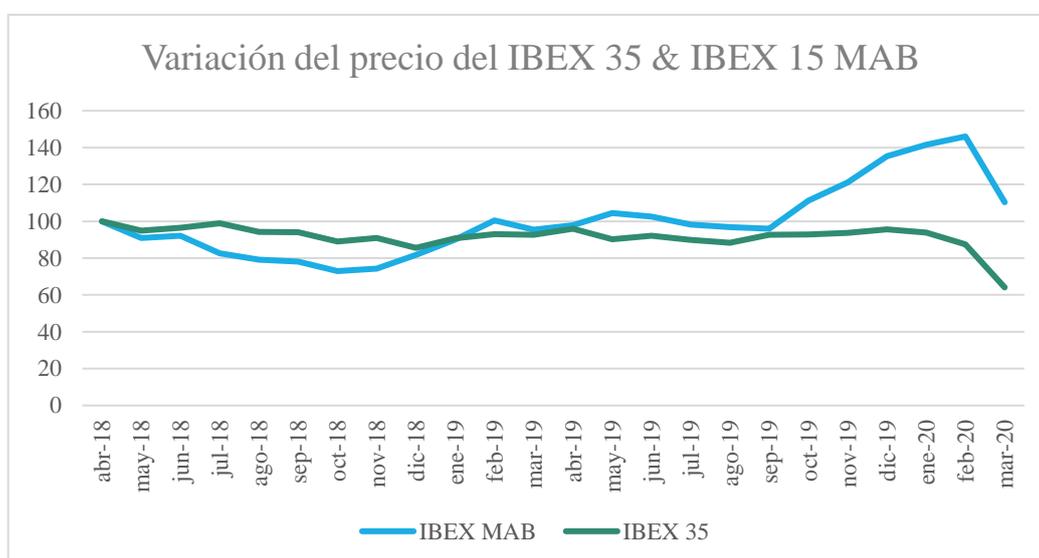


Ilustración 19: Variación del precio del IBEX 35 & IBEX 15 MAB (Fuente: Yahoo Finance, 2020)  
\* a 20 de marzo 2020

Consideramos que esto es un indicador de la popularidad del mercado alternativo bursátil y de las expectativas positivas sobre las empresas que se incorporan en este mercado, junto con la confianza que depositan las empresas participantes para encontrar una rápida y flexible modalidad de financiación. Como consecuencia, estableciendo abril de 2018 como fecha partida del análisis, a 20 de marzo el precio del índice del MAB se sitúa en 110%, mientras que el IBEX 35 se encuentra en un 64% del valor inicial.

Por lo tanto, para resumir este apartado, concluimos que la IFNB, en sus distintas modalidades e instrumentos, se ha ido abriendo paso en nuestra economía, sobre todo tras

la crisis internacional, hasta ser uno de los motores de la economía actual y convertirse en un agente fundamental para las empresas españolas, sobre todo medianas y pequeñas.

#### 4.1 Impacto & Riesgos

Como venimos describiendo a lo largo de este trabajo, la IFNB sirve como complemento de los bancos con lo que respecta la financiación. Consecuentemente, se convierten en competidores de la banca tradicional. Si bien los bancos utilizan criterios y procedimientos de concesión de crédito e instrumentos más estandarizados, las IFNB otorgan una financiación más especializada. Además, en muchos casos, aportan conocimientos y apoyo a la gestión, lo que supone una ventaja competitiva para hacerse valer en muchas organizaciones y entidades demandantes de financiación. Tener un sistema financiero polifacético, minimiza las turbulencias financieras y ayuda a recuperarse de estas. (World Bank, 2016)

Las instituciones financieras no bancarias ofrecen múltiples alternativas para transformar los ahorros de una economía en inversión de capital, ya que actúan como servicios de respaldo en caso de que falle la forma principal de intermediación. El flujo de capital generado por estas inversiones crea confianza en el sistema financiero de un país, además de fortalecerlo, ya que supone la mejora de factores macroeconómicos como el PIB, el empleo o los ingresos, (K. Zaheer, 2012), además de impulsar el crecimiento de las empresas como está reflejado en los casos del apartado 5, donde se estudia la relación con el crecimiento de la empresa cuando se financia a través de las OIF.

A su vez, en muchos casos, las IFNB son las únicas posibles fuentes de financiación para aquellas empresas que no superen o no cumplan con los requisitos que exige la banca tradicional, impulsando de este modo el desarrollo de empresas y sectores.

Actualmente, los riesgos que muestran las IFNB son reducidos, no obstante, es necesario ser muy cautos y monitorizar estas industrias por el valor que tienen o pueden llegar a representar en el sistema económico. La importancia de esta industria y su impacto viene dada por la regulación a la que se somete, que le permite asemejar su actividad a la bancaria sin necesidad de cumplir sus estrictas normativas, como se menciona en el apartado 2.4.

Esta flexibilidad regulatoria permite a las entidades no bancarias conceder préstamos de diferentes tipos, solicitar la cotización en el MAB o realizar emisiones en el Mercado Alternativo de Renta Fija, lo que ha ayudado mucho al auge de la deuda corporativa. Pero, por otro lado, esto puede tener un impacto negativo en la economía ya que la tasa de incumplimiento de las empresas a nivel mundial está por encima del promedio a largo plazo, lo que podría poner en juego un factor de inestabilidad financiera. A su vez, en muchas ocasiones, son las propias OIF las que impulsan el apalancamiento, lo que puede hacer que las empresas sean más vulnerables a las crisis económicas y aumentar el riesgo de impagos, lo que a su vez puede dar lugar a que se produzcan más pérdidas de las previstas para los prestamistas e inversores. (ESRB, 2019)

Además de lo mencionado, hay otras implicaciones de la IFNB que pueden impactar negativamente a la inestabilidad financiera. Como se comenta en apartados anteriores se han establecido herramientas principalmente para mitigar los problemas de liquidez, pero ¿son estas suficientes? Como discute el vicepresidente del BCE, Luis de Guindos “A través de un aumento en la toma de riesgos y el apalancamiento, los no bancos actualmente pueden contribuir a la infravaloración cíclica de los riesgos y la ampliación de los precios de los activos. Si estos riesgos se desencadenaran de una manera desordenada, esto podría llevar a que los flujos de fondos se agoten y afecten las condiciones de financiación de la economía real en general” (2019). Por lo que, si la afición por el riesgo de estos inversores no está controlada, podría trascender a la banca tradicional debido a las interconexiones en el sector financiero.

Esta modalidad de financiación también tiene sus riesgos sobre la economía del país, debido a las vulnerabilidades que presentan. Para representar el riesgo asociado a estas entidades, el Banco de España realizó un estudio en 2018 que se representa en la tabla 5:

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulación
	Monetarios	Renta Fija	Mixtos			
Intermediación crediticia	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	●	●	●	●	●	●
Transformación de liquidez	●	●	●	●	●	●
Apalancamiento	●	●	●	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	●	●	●	●	●	●
Importancia relativa	1,3	13,3	28,7	19,8	0,7	38,9

Tabla 5: Riesgo asociado a la Intervención Financiera no bancaria (Fuente: propia adaptada de BDE, 2019)

- Cuanto más oscuro es el relleno mayor es el riesgo.
- Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades bancarias.

Como se puede observar, los vehículos de titulación son los que tienen un mayor riesgo, es más, un gran número de expertos argumentan que fue uno de los detonadores de la crisis financiera de 2007. Alegan que su alta intermediación crediticia ha tenido un papel fundamental en el deterioro de la calidad crediticia, a su vez suponen una mayor posibilidad de impago consecuente de endeudamiento del deudor. (M. Martín 2014) Además, estos riesgos se pueden transferir al sistema bancario dada su interconectividad.

En segundo lugar, se sitúan los fondos de inversión, concretamente los fondos mixtos. Esto se debe a que incorporan renta variable, la cual implica incertidumbre sobre su rendimiento y consecuentemente un mayor riesgo. Desde 2014 la proporción estimada de activos líquidos sobre el total ha ido aumentando, hasta situarse entre el 50% y 60% en 2018 (Martínez-Pina, 2019). Debido a su naturaleza, los establecimientos financieros de crédito y las titulaciones tienen su mayor riesgo en la transformación de liquidez.

Con lo mencionado en este apartado se puede destacar que la financiación alternativa tiene un impacto positivo tanto en la economía como las empresas siempre que la regulación sea eficiente y limite sus riesgos.

## 5. CASE STUDIES

Varios estudios como el de S. Zhou & D. D. Tewari (2018), exponen y justifican que el aumento de la financiación no bancaria tiene necesariamente un impacto positivo en el rendimiento empresarial, al aumentar la rentabilidad de las empresas con la creación de crédito.

Para comprender mejor el impacto que tiene la financiación alternativa en las empresas, y concreto, la relación que existe entre la intermediación financiera no bancaria y el crecimiento de la empresa, vamos a analizar dos empresas que han utilizado de manera significativa financiación no tradicional y el impacto que ha tenido este factor en su crecimiento. Para un resultado más preciso las empresas analizadas han utilizado diferentes instrumentos de *shadow banking*, además de ser financiadas en diferentes puntos del ciclo de vida de la empresa.

### 5.1 Caso: Más Móvil Ibercom

Para el primer caso de estudio, vamos a analizar la compañía Más Móvil Ibercom, que empezó cotizando en el Mercado Alternativo Bursátil para luego dar el salto a la Bolsa de Madrid. Esta empresa recibió financiación alternativa durante la fase de crecimiento.

Más Móvil, es un operador integral de telecomunicaciones. Fue fundada en 1997, y desde entonces ha conseguido una gran expansión impulsada principalmente por su estrategia de adquisición de empresas como Yoigo, hasta ser el cuarto principal operador en su industria. (MAB, 2020)

En la ilustración 20 expone la cotización de la empresa durante su tiempo en el MAB y después de su salto al Mercado Continuo.



Ilustración 20: Cotización Más Móvil 2012-2020(Fuente: propia adaptada de Yahoo Finance,2020)

Como se puede observar el valor de la acción ha estado mayoritariamente por encima de su precio inicial cuando empezó a cotizar en el Mercado Continuo. No obstante, el crecimiento ha sido proporcionalmente mayor durante su cotización en MAB alcanzando el 2.431% de su precio inicial, mientras que el incremento máximo experimentado en la Mercado Continuo fue de un 106% (Yahoo Finance, 2020)

Además de la cotización, se ha analizado si el crecimiento de la empresa también ha sido mayor durante la presencia mayoritaria de la IFNB. Para ello se ha analizado la variación en el *Enterprise Value* de la empresa. Para calcular dicho valor, se le ha sumado a la capitalización de mercado las deudas totales y las participaciones no dominantes, y restado la tesorería y equivalentes, junto con las inversiones. El resultado queda representado en la tabla 6.

	Pro Forma as of 27 Mar '20	Current as of 27 Mar '20	Dec '19	Dec '18	Dec '17	Dec '16	Dec '15	Dec '14
Market Capitalization	1.983,7	1.983,7	2.677,4	2.334,0	1.867,6	623,1	311,1	172,7
+ Total Debt	260,7	1.710,7	1.710,7	865,0	844,4	836,0	183,6	16,3
- In-the-Money Convertible Debt	-	-	-	-	-	-	-	-
- Cash & Equivalents	70,5	70,5	70,5	98,2	320,1	237,3	34,5	11,5
- Long Term Marketable Securities	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Total Preferred	-	-	-	-	-	-	-	-
- In-the-Money Convertible Preferred	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investments in Unconsolidated Subsidiaries	22,4	22,4	22,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Non-Controlling Interest	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Pension Liabilities	-	-	-	-	0,0	-	-	-
Enterprise Value	€ 2.153,20	€ 3.603,20	€ 4.296,90	€ 3.100,70	€ 2.391,90	€ 1.221,80	€ 460,10	€ 177,50
<b>Growth</b>	<b>-50%</b>	<b>-16%</b>	<b>39%</b>	<b>30%</b>	<b>96%</b>	<b>166%</b>	<b>159%</b>	

Tabla 6: Crecimiento empresarial de Más Móvil 2015-2020. (Fuente: propia adaptada de FactSet, 2020)

Comparando el crecimiento empresarial de los diferentes años se puede observar que este ha sido mayor durante los años que Más Móvil Ibercom ha cotizado en el Mercado Alternativo Bursátil, ya que el salto se dio el 14 de Julio de 2017. La estimación de cierre de 2020 a fecha de 27 de marzo supondría un decremento en el crecimiento de Más Móvil., no obstante, cabe destacar la influencia de otros factores, como la pandemia del COVID-19.

## 5.2 Caso: Naturgy

El siguiente caso de estudio analiza la empresa Naturgy, anteriormente conocida como Gas Natural Fenosa, es una empresa española fundada en 1843 en Barcelona que se dedica a la distribución de gas natural y electricidad.

En octubre de 2016 el fondo de inversión Global Infrastructure Partners (GIP) entra en el accionariado adquiriendo un 20% a Repsol, S.A y a Critería, una entidad perteneciente a la Caixa. (InvestingSpain, 2016)

No obstante, es a partir del 18 de mayo de 2018, que la financiación alternativa lidera el capital de la empresa, esto se debe a la entrada del fondo de capital de riesgo CVC Capital Partners en el accionariado, tras la adquisición de un 20.410% de la participación en el

capital social a Repsol, S.A. A raíz de esta compra, CVC paso a tener derecho a voto indirecto en las decisiones de la empresa. (CMNV, 2020)

<b>PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL SOCIAL</b>	<b>2019</b>
<b>LA CAIXA</b>	24.4%
<b>GLOBAL INFRASTRUCTURE PARTNERS III</b>	20.3%
<b>CVC CAPITAL PARTNERS SICAV-FIS, S.A</b>	20.4%
<b>SONATRACH</b>	4.1%

Tabla 7: Participación en el capital social Naturgy (Fuente: CMNV, 2020)

La tabla 7 muestra las participaciones más relevantes del capital social de Naturgy a cierre de año. A continuación, vamos a analizar el crecimiento de la empresa haciendo una comparativa entre los periodos en que el capital social ha estado compuesto mayoritariamente por IFNB y aquellos periodos liderados por una financiación más tradicional.

La gráfica 21 nos muestra el cierre diario de la entidad desde abril de 2015 hasta abril de 2020. Tras la entrada de GIP en el accionario la valoración de las acciones aumentó hasta la entrada de CVC. Ambas entidades de inversión obtuvieron las acciones por 19€, las cuales han llegado a cotizar a 26,90€ en mayo de 2019 un 40% más. (Es importante remarcar que el crecimiento de las empresas está sustentado en varios factores, dicho esto, la bajada del valor en 2020 se debe a la pandemia del COVID-19, que ha repercutido en todos los valores del IBEX.)



Ilustración 21: Cotización Naturgy (2015-2020)(Fuente: adaptada de Yahoo Finance, 2020)

Para analizar el crecimiento de la entidad durante los diferentes periodos vamos a seguir el modelo de análisis realizado en el caso 5.1.1, estudiando el crecimiento del *Enterprise value* de la organización, como se muestra en la tabla 8.

	Dec '19	Dec '18	Dec '17	Dec '16	Dec '15	Dec '14
Market Capitalization	21.734,7	21.962,9	19.263,3	17.908,9	30.286,3	33.497,6
+ Total Debt	17.987,0	15.431,0	18.459,0	17.602,0	18.248,0	20.544,0
- In-the-Money Convertible Debt	-	-	-	-	609,0	609,0
- Cash & Equivalents	2.690,0	1.746,0	3.292,0	2.068,0	2.393,0	3.573,0
- Long Term Marketable Securities	-	-	-	-	-	-
+ Total Preferred	-	-	-	-	-	-
- In-the-Money Convertible Preferred	-	-	-	-	-	-
- Investments in Unconsolidated Subsidiaries	731,0	816,0	1.500,0	1.575,0	1.730,0	2.034,0
+ Non-Controlling Interest	3.425,0	3.647,0	3.571,0	3.780,0	4.151,0	3.879,0
+ Pension Liabilities	523,0	423,0	453,0	473,0	631,0	715,0
Enterprise Value	€40.248,7	€38.901,9	€36.954,3	€36.120,9	€48.584,3	€52.419,6
<b>Growth</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>2%</b>	<b>-26%</b>	<b>-7%</b>	

Tabla 8: Crecimiento empresarial de Naturgy (2014-2019) (Fuente: FactSet, 2020)

Para analizar esta tabla se debe considerar que la integración de GIP en el accionario tuvo lugar en el último cuarto de 2016, consecuentemente su influencia sobre el crecimiento del *Enterprise Value* en 2016 era limitada. Por eso tomamos como referencia de su impacto las cifras de 2017, donde la entidad presenta un crecimiento del 2%, el primer año positivo desde 2014. A su vez, los dos años en los que CVC ha estado presente como fondo asesor el crecimiento ha sido mayor en el periodo estudiado.

En conclusión, ambos casos reflejan una relación positiva entre la financiación alternativa y el crecimiento empresarial. No obstante, estos valores también pueden estar influidos por diferentes factores, como puede ser la coyuntura económica. Sin embargo, el efecto de la estructura financiera en el crecimiento de las empresas es estadísticamente significativo y cuantitativamente importante (M. Rahaman, 2011)

## 6. CONCLUSIONES

En definitiva, la intermediación financiera no bancaria es fundamental en el sistema económico actual, siempre que esté sometida a una regulación adecuada y que resulte favorable para las entidades, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas.

El gran crecimiento de esta industria es indiscutible y se puede decir que inevitable debido a las necesidades de las empresas y de los inversores. Para las empresas, les permite obtener financiación más flexible, rápida y adaptada a sus necesidades. Esta financiación ha ganado una importancia fundamental principalmente a raíz de la crisis financiera mundial de 2008, y sus efectos en la disminución de crédito bancario. Y en el otro lado, los inversores satisfacen su apetito por grandes o simplemente mayores retornos. Estas necesidades han dado cabida a diferentes modalidades de IFNB cubriendo financiaciones de deuda como de capital.

La razón principal que ha impulsado a esta industria ha sido la escasa regulación de la misma, y, en contraste, la creciente presión regulatoria sobre el sector financiero tradicional. La legislación bancaria restringe la actividad de esta, a cambio de proporcionarles protección y garantía. En el caso, de la IFNB la regulación es limitada aumentando su capacidad de actuación, pero a la vez suponiendo un riesgo para los inversores e, indirectamente, para la estabilidad económica. Por lo tanto, es muy importante un control eficaz para evitar problemas de iliquidez, además del sobreapalancamiento de las entidades prestatarias o, en general, beneficiarias de la financiación alternativa, que aumentan su vulnerabilidad a los ciclos económicos y el riesgo de impago.

El control es tan importante debido a la interconexión entre las IFNB y las entidades bancarias. Esta interconexión se establece de manera indirecta, como puede ser inversiones en el mismo activo o a través de instrumentos financieros similares; o de manera directa, por ejemplo, a través de concesiones de crédito bancario a las IFNB. Consecuentemente, el riesgo es transferible en ambas direcciones.

En España, las OIF sostienen ya el 16,8% el de los activos totales, A su vez, analizando los principales indicadores de los mercados, la confianza y expectativas de las empresas que cotizan en el MAB ha aumentado en comparación con el Mercado Continuo (el

mercado bursátil español). Aunque esto suponga un aumento de la popularidad de la financiación alternativa en España, en comparación con otros países como Estados Unidos, donde las OIF tienen la una proporción mayoritaria de los activos, el peso de estas vías alternativas de financiación es relativamente pequeño.

Por último, los casos expuestos muestran que, aunque efectivamente en el crecimiento de una empresa influyen varios factores, la estructura financiera de una entidad y las vías que utilice en su financiación también influye en el crecimiento de la empresa. Concretamente, durante el periodo en el cual la financiación alternativa es mayoritaria, el crecimiento de la empresa es superior.

Por todo lo expuesto anteriormente, se puede concluir, que la financiación no bancaria está teniendo un crecimiento significativo debido a su impacto en la economía y en las empresas a las que financia. Se estima que dicho crecimiento será persistente en los próximos años. Esta apreciación surge de la reducción de créditos bancarios que estimamos puede producirse por la incertidumbre actual, asociada a la desaceleración económica, además de por las políticas expansivas llevadas a cabo por los Bancos Centrales, que tendrá como consecuencia la búsqueda de una mayor rentabilidad por parte de los inversores.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Aeban.es. 2020. AEBAN | Que Es AEBAN. [online] Disponible en: <<https://www.aeban.es/que-es-AEBAN/>> [14/04/2020].
- Alcalde, J., 2020. *Préstamo Participativo - Qué Es, Definición Y Concepto / Economipedia*. [online] Economipedia. Disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/prestamo-participativo.html>> [25/04/2020].
- Algarra, J., 2020. La Financiación Alternativa Empieza A Ser La Única Forma De Obtener Fondos. [online] Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <<https://www.comillas.edu/es/catedra-de-etica-economica-y-empresarial-consultoria/359-noticias-alumni/6832-la-financiacion-alternativa-empieza-a-ser-la-unica-forma-de-obtener-fondos-2>> [16/04/2020].
- AndBank, 2013. *¿Qué Es El MARF? - Observatorio Del Inversor*. [online] Observatorio del Inversor. Disponible en: <<https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-marf/>> [10/02/2020].
- Ascri. 2019. *Informe De Actividad Venture Capital & Private Equity En España*. [online] Disponible en: <<https://www.ascri.org/wp-content/uploads/2019/06/INFORME-ASCRI-2019-1.pdf>> [25/04/2020].
- Ascri.org. 2020. *ASCRI – Patronal En España Que Representa A Más De 100 Entidades De Venture Capital Y Private Equity*. [online] Disponible en: <<https://www.ascri.org/>> [09/02/2020].
- Atkinson, P., 2020. Consolidación Del Sector Bancario En Europa: La Experiencia Española (I). [online] PwC. Disponible en: <<https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/consolidacion-sector-bancario-europa-experiencia-espana.html>> [15/03/2020].
- Aviva Investors, 2009. *Guía De Bonos Convertibles Destinada A Inversores*. [online] Disponible en: <<https://asesorfin.files.wordpress.com/2009/09/guia-de-bonos-convertibles.pdf>> [10/02/2020].
- Banco de España, 2018. *BOLETÍN ECONÓMICO 4/2018 ARTÍCULOS ANALÍTICOS*.

Banco de España, 2019. *Intermediación Financiera No Bancaria*.

Banco De España, 2020 - Estabilidad Financiera Y Política Macropudencial - La Política Macropudencial.

Banco de España, 2020. ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: OCTUBRE DE 2019. Madrid.

Banco de España, 2020. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. SEGUNDO SEMESTRE DE 2019.

BBVA NOTICIAS. 2020. *¿Qué Es El ROE?*. [online] Disponible en: <<https://www.bbva.com/es/que-es-el-roe/>> [25/04/ 2020].

BBVA Research, 2015. *Situación Economía Digital*. Regulación del crowdfunding en España. [online] Disponible en: <[https://www.bbvaes.com/wp-content/uploads/2015/06/Situacion\\_Economia\\_Digital\\_Cap3.pdf](https://www.bbvaes.com/wp-content/uploads/2015/06/Situacion_Economia_Digital_Cap3.pdf)> [25/02/2020].

Bbva.es. 2020. *Qué Es Un Préstamo Participativo*. [online] Disponible en: <<https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/prestamos/prestamo-participativo.html>> [10/02/2020].

Bernstein, Shai, Josh Lerner, and Filippo Mezzanotti. "Private Equity and Financial Fragility during the Crisis." Harvard Business School Working Paper, No. 18-005, July 2017.

Bhide, A., 1994, 'Efficient Markets, Deficient Governance', Harvard Business Review 27(6), 128–139

BME, 2020. El Mercado De Renta Fija.

BME, 2020. *BME Renta Fija: Informe Mensual*. Madrid.

Bolsasymercados.es. 2020. *Mab / Ficha De MASMOVIL*. [online] Disponible en: <[https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Ficha/MASMOVIL\\_ES0184696104.aspx](https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Ficha/MASMOVIL_ES0184696104.aspx)> [01/04/2020].

bond CAPITAL, 2014. *Mezzaine Finance*. [online] Wallstpsychologist.com. Disponible en: <<http://www.wallstpsychologist.com/ko/wp-content/uploads/2014/10/12-Spring-Mezzanine-Finance-Bond-Capital.pdf>> [11/02/2020].

Bone, Jonathan; Allen, Olivia; Haley, Christopher (2017) : Business incubators and accelerators: The national picture, BEIS Research Paper, No. 2017/7, UK Government, Department for Business, Energy & Industrial Strategy, London.

Cámara de Zaragoza, 2018. *Evolución De Las Fuentes De Financiación Alternativas A La Bancaria*. [online] Zaragoza. Disponible en: <[https://www.camarazaragoza.com/wp-content/uploads/2018/02/Afi\\_Camara-Zaragoza\\_Financiacion\\_Alternativa\\_2018.pdf](https://www.camarazaragoza.com/wp-content/uploads/2018/02/Afi_Camara-Zaragoza_Financiacion_Alternativa_2018.pdf)> [10/02/2020]

Cambridge Centre for Alternative Finance, 2020. *SHIFTING PARADIGMS THE 4TH EUROPEAN ALTERNATIVE FINANCE BENCHMARKING REPORT*. [online] Cambridge. Disponible en: <[https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf)> [21/02/2020].

Cambridge Centre of Alternative Finance, 2020. *HORIZONS THE 3rd EUROPEAN ALTERNATIVE FINANCE INDUSTRY REPORT*. [online] Cambridge, pp.18-51. Disponible en: <[https://assets.website-files.com/5a5a19d59629620001cd714d/5a92f57ba44ab70001e96519\\_The%203rd%20Cambridge%20European%20Alternative%20Finance%20Report.pdf](https://assets.website-files.com/5a5a19d59629620001cd714d/5a92f57ba44ab70001e96519_The%203rd%20Cambridge%20European%20Alternative%20Finance%20Report.pdf)> [10/03/2020].

Carbó, S. and Rodríguez, F., 2020. *Evolución De La Financiación No Bancaria Y Alternativa En España*.

CincoDias, 2018. Repsol vende a CVC y Alba el 20% de Gas Natural por 3.800 millones. [online] Disponible en: <[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/22/companias/1519286832\\_593077.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/22/companias/1519286832_593077.html)> [26/04/2020].

CMNV, 2014. *Análisis De Los Fondos De Titulización Españoles: Características En El Momento De Su Constitución Y Comportamiento Durante Los Años De La Crisis*.

CMNV, 2020. *INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS EMITIDO POR UN AUDITOR INDEPENDIENTE*. p.91.

De Barrón, I., 2020. El BCE enciende las alarmas por el gran crecimiento de la banca en la sombra. *EL PAIS*, [online] Disponible en : [https://elpais.com/economia/2019/11/15/actualidad/1573849719\\_537025.html](https://elpais.com/economia/2019/11/15/actualidad/1573849719_537025.html) [02/02/2020].

European Systemic Risk Board, 2018. *EU Shadow Banking Monitor*. [online] Frankfurt. Disponible en: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180910\\_shadow\\_banking.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180910_shadow_banking.en.pdf) [27/03/2020].

European Systemic Risk Board, 2019. *EU Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019*.

Finance.yahoo.com. 2020. *Yahoo Finance*. [online] Disponible en: <https://finance.yahoo.com/quote/NTGY.MC/history?period1=1430006400&period2=1587859200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo> [26/04/2020].

Gil, S., 2015. *Bono Basura - Qué Es, Definición Y Concepto | Economipedia*. [online] Economipedia. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/bono-basura.html> [25/04/2020].

Gill, S., n.d. *CFA Institute Investment Foundations*. pp.286-291.

Gompers, P. and Lerner, J., 2001. The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.145-168.

Graham, A., 2020. *State Of Venture Capital Industry In 2019 (With Infographic)*. [online] Toptal Finance Blog. Disponible en: <https://www.toptal.com/finance/venture-capital-consultants/state-of-venture-capital-industry-2019> [13/02/2020].

ICEX, 2016. *Global Infrastructure Partners Acquires 20% Of Gas Natural*. [online] Investinspain.org. Disponible en: [http://www.investinspain.org/invest/en/press-room/Business/news/NEW2016667005\\_EN\\_US.html](http://www.investinspain.org/invest/en/press-room/Business/news/NEW2016667005_EN_US.html) [26/04/2020].

ICEX, 2020. *Fuentes De Financiación Alternativas*. Madrid.[online]. Disponible en: <https://www.icex.es/icex/es/Navegacion-zona-contacto/revista-el-exportador/observatorio2/REP2017720158.html> [03/02/2020]

International Monetary Fund, 2018. *Shadow Banking And Market-Based Finance*. Washington DC.

Invest Europe, 2019. *European Private Equity Activity 2018*.

KPMG Enterprise, 2019. *Venture Pulse Q3 2019*. Global analysis of venture funding.

KPMG Tendencias. 2020. *A Vueltas Con La Consolidación Bancaria - KPMG Tendencias*. [online] Disponible en: <https://www.tendencias.kpmg.es/2019/03/a-vueltas-con-la-consolidacion-bancaria/> [23/02/2020].

LABORAL Kutxa. 2020. *17 Fuentes De Financiación Alternativa Que (Igual) No Conocías — LABORAL Kutxa*. [online] Disponible en: <https://www.bancaparaempresas.com/gestion-financiera/17-fuentes-de-financiacion-alternativa-que-igual-no-conocias/> [02/02/2020].

Londonstockexchange.com. 2020. *AIM - London Stock Exchange*. [online] Disponible en: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm> [12/02/2020].

McKinsey&Company, 2018. *RISING CORPORATE DEBT PERIL OR PROMISE?*. [online] Disponible en: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Rising%20corporate%20debt%20Peril%20or%20promise/MGI-Rising-Corporate-Debt-Discussion-paper-Oct-2018.ashx> [15/03/2020].

Michlitsch, K., 2020. *An Introduction To Alternative Lending*. [online] Morganstanley.com. Disponible en: <https://www.morganstanley.com/im/ench/intermediary-investor/insights/investment-insights/an-introduction-to-alternative-lending.html> [03/02/2020].

Muñoz, A., 2020. España, el nuevo paraíso de inversión de los fondos de deuda. *El Economista*.

Muñoz, A., 2020. *España, El Nuevo Paraíso De Inversión De Los Fondos De Deuda*. [online] Eleconomista.es. Disponible en: <<https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10322923/01/20/Espana-el-nuevo-paraiso-de-inversion-de-los-fondos-de-deuda.html>> [25/04/2020].

Naturgy.com. 2020. *Nuestra Historia - Naturgy - Conócenos*. [online] Disponible en: <[https://www.naturgy.com/conocenos/la\\_compania/nuestra\\_historia](https://www.naturgy.com/conocenos/la_compania/nuestra_historia)> [26/04/2020].

NoviCAP, 2020. *Financiación Alternativa: La Solución Para Hacer Crecer Tu Negocio*. [online] Cdn2.hubspot.net. Disponible en: <[http://cdn2.hubspot.net/hubfs/676512/whitepaper/Guia\\_Financiacion\\_Alternativa.pdf?hsCtaTracking=8f96a704-f279-4477-93f5-c203768d996f%7C81a31c7f-ff4a-49c6-a746-903d17c21116](http://cdn2.hubspot.net/hubfs/676512/whitepaper/Guia_Financiacion_Alternativa.pdf?hsCtaTracking=8f96a704-f279-4477-93f5-c203768d996f%7C81a31c7f-ff4a-49c6-a746-903d17c21116)> [03/02/2020].

nvca, 2019. *Venture Monitor*. 3Q 2019. [online] Disponible en: <[https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/10/3Q\\_2019\\_PitchBook\\_NVCA\\_Venture\\_Monitor.pdf](https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/10/3Q_2019_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf)> [12/02/2020].

October España. 2020. *La Evolución De La Financiación Alternativa En España · October España*. [online] Disponible en: <<https://es.october.eu/la-evolucion-de-la-financiacion-alternativa-en-espana/>> [07/04/2020].

Pearlstein, S., 2020. The shadow banks are back with another big bad credit bubble. *The Washington Post*.

PwC. 2020. *Consolidación Del Sector Bancario En Europa: La Experiencia Española (I)*. [online] Disponible en: <<https://www.pwc.es/es/publicaciones/deals/consolidacion-sector-bancario-europa-experiencia-espana.html>> [23/02/2020].

Real Academia Española, 2020. *Diccionario*.

Roig Hernando, Jaume y Soriano Llobera, Juan Manuel y (2015), "Crowdfunding de préstamos para PyMEs en España: Un análisis empírico." *Estudios de Economía Aplicada*, Vol. 33, núm.1, pp.301-318 ISSN: 1133-3197. Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=301/30133775013>[19/03/2020].

Sefofuncas.com. 2020. *Funcas - SPANISH AND INTERNATIONAL ECONOMIC & FINANCIAL OUTLOOK (SEFO)*. [online] Disponible en:

<<https://www.sefofuncas.com/The-fiscal-outlook-in-Spain-Gradual-consolidation/Shadow-banking-Spain-in-the-global-context>> [03/02/2020].

STEINBERG, S. y DEMARÍA, R. (2012). *The Crowdfunding Bible: How to Rise Money for Any Startup, Video Game or Project*.

World Bank, 2013. *Crowdfunding's Potential For The Developing World*. Washington DC.

World Bank. 2020. Nonbank Financial Institution. [online] Disponible en: <<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/nonbank-financial-institution>> [16/04/2020].

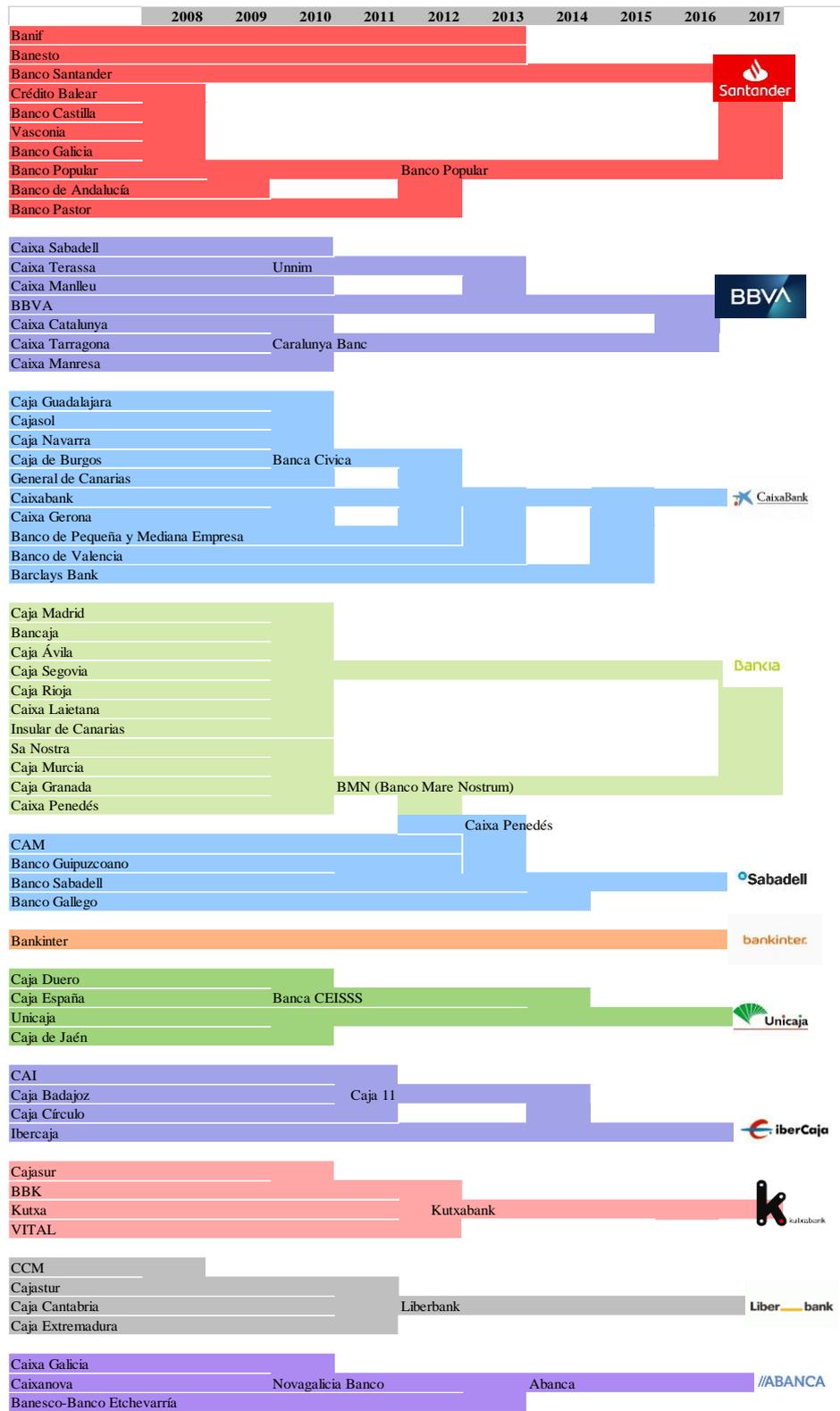
Zaheer, K., 2020. Role Of Nbfis In Economic Development. [online] Khawajamhammadzaheer.blogspot.com. Disponible en: <<http://khawajamhammadzaheer.blogspot.com/2012/09/role-of-nbfis-in-economic-development.html>> [16/04/2020].

Zhang, B., Ziegler, T., Mammadova, L., Johanson, D., Gray, M. and Yerolemu, N., 2018. The 5th UK Alternative Finance Industry Report. *SSRN Electronic Journal*,.

Zhou, S. and Tewari, D., 2018. *Shadow Financial Services And Firm Performance In South Africa*. [online] Taylor & Francis. Disponible en: <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2019.1603654>> [Accessed 25/04/2020].

## 8. ANEXOS

### Anexo I: Consolidación bancaria en España 2008-2017



## Anexo II: Conglomerado de Más Móvil Ibercom

Identifier	Name	Country	Type
08T0MQ-E	(0) Másmovil Ibercom SA	Spain	Public Company
05SKDW-E	(1) Xtra Telecom SA	Spain	Subsidiary
05LP71-E	(2) Neo Operador de Telecomunicaciones SLU	Spain	InActive
05T892-E	(3) Sky Point	Spain	Subsidiary
05T9R3-E	(2) TeleChoice SA	Spain	Subsidiary
07G68R-E	(1) Más Móvil Telecom 3.0 SA	Spain	Subsidiary
0DSYTS-E	(2) The Phone House Móvil SLU	Spain	Subsidiary
08SVPP-E	(1) Ibercom Telecom	Spain	Subsidiary
096GZ7-E	(1) Quantum Telecom SA	Spain	Subsidiary
0C8FL4-E	(1) Pepemobile SL	Spain	Subsidiary
0G74BR-E	(2) Pepe Energy SL	Spain	Subsidiary
0G74CF-E	(2) Pepe World SL	Spain	Subsidiary
0G74CH-E	(2) Pepe Latam SL	Spain	Subsidiary
0DMYTC-E	(1) Digital Valley Technologies SL	Spain	Subsidiary
0DN6QR-E	(1) Spin 21 SL /Telecommunications Business/	Spain	Corporate Assets
0F174L-E	(1) Embou Nuevas Tecnologías SL	Spain	Subsidiary
0FBRKM-E	(1) Ebasis SL	Spain	Subsidiary
0GHKC1-E	(1) Masmovil Phone & Internet SA	Spain	Subsidiary
05VTXB-E	(2) Xfera Móviles SA	Spain	Subsidiary
0G9CG7-E	(3) Netllar SL	Spain	Subsidiary
0GNT76-E	(3) Masmovil Broadband SA	Spain	Subsidiary
0JTGM8-E	(3) Embou SL	Spain	Subsidiary
0GT6FT-E	(1) Llamaya Movil SL	Spain	Subsidiary
0GT6DZ-E	(2) Llamaya Movil SL /Llamaya Mobile Virtual Network Operator Bus/	Spain	Corporate Assets
0GVKTQ-E	(1) Masmovil Holdphone SA	Spain	Subsidiary
0HV4G1-E	(1) Masmovil Ibercom SA /551 Towers/	Spain	Corporate Assets
0JLQL5-E	(1) Neutra Network Services SLU	Spain	Subsidiary
0KB5J7-E	(1) Lebara Ltd. Sucursal En España	Spain	Subsidiary
0KDRFK-E	(1) The Bymovil Spain SLU	Spain	Subsidiary
0KKNZG-E	(1) MASventures	Spain	Subsidiary
0KKNZS-E	(2) MASventures Fund	Spain	Venture Capital Fund
0L919X-E	(1) Carrier E Mobile SL	Spain	Subsidiary
0M1KL4-E	(1) Ocean's Network SL	Spain	Subsidiary