

Opinión

Diversificar la financiación empresarial: esa es la cuestión

ANÁLISIS DE ACTUALIDAD

Joaquín Maudos
y Domingo García Coto

La crisis ha demostrado los problemas asociados a un excesivo endeudamiento, que hace a la empresa vulnerable cuando se cierra el acceso a la financiación. Si la dependencia de una sola fuente de financiación es excesiva, la vulnerabilidad es aún mayor, y este es el caso de las pymes españolas altamente dependientes del crédito bancario.

Reducir la vulnerabilidad financiera requiere aumentar el peso de la autofinanciación, pero también diversificar las fuentes de financiación ajena, lo que supone incentivar el peso de la financiación en los mercados. Afortunadamente, la crisis ha obligado a mejorar la estructura financiera de las empresas, lo que ha supuesto tanto una reducción de la deuda como un aumento de los recursos propios.

El informe *Los retos de la financiación del sector empresarial* de la Fundación de Estudios Financieros y el Círculo de Empresarios alerta de la necesidad de avanzar hacia una estructura financiera más equilibrada y diversificada, con un mayor peso de la financiación en los mercados. Pero ello requiere actuaciones que incentiven sobre todo el aumento del tamaño de las empresas. El tamaño empresarial tiene importancia para variables como la productividad, la internacionalización, etc., pero también para mejorar el acceso a la financiación.

La elevada dependencia de la financiación bancaria de la empresa española justifica que sea una prioridad mejorar el acceso a los mercados para lograr capital en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), para colocar deuda en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y para obtener financiación directa a través de emisiones de titulización, fondos de inversión en préstamos o *crowdfunding* orientado a la inversión. No obstante, para no caer en los errores del pasado es necesaria una correcta regulación que evite una competencia desleal por parte de otras formas de la denominada banca en la sombra.

Como recomienda el estudio, conseguir que un mayor número de empresas emitan deuda exige modernizar el régimen de emisión, ya en marcha, y frenar la migración de emisores al exterior. Mercados como el MARF, novedades en financiación estructurada y la aparición de fondos de crédito corporativo se configuran como instrumentos con interesantes posibilidades.

El MARF es un mercado que tiene un protagonismo limitado, pero un elevado potencial. Una decena de empresas han podido emitir ya programas de pagarés, bonos y obligaciones por un valor superior a los 600 millones de euros, y se van incorporando innovaciones como los *project bonds* o los bonos de titulización de créditos a pymes.

También es necesario diversificar el capital riesgo hacia otros segmentos como las infraestructuras y hacia nuevos instrumentos de deuda complementarios del capital, lo que facilitaría que más empresas accedieran a esta forma de financiación.

Mecanismos colectivos

Fomentar el *crowdfunding* facilitaría a un número importante de empresas y de ideas innovadoras el acceso a mecanismos colectivos de financiación, con todo lo que ello lleva consigo en términos de aprendizaje, gestión y convivencia con un accionariado plural, diverso y más o menos amplio. Puede ayudar también a construir y mejorar la cultura accionarial y a ampliar el conjunto de compañías que se preparan para una Oferta Pública Inicial, sobre todo de empresas de tamaño mediano y pequeño. Es conveniente delimitar claramente el grupo de fórmulas de *crowdfunding* que canalizan financiación empresarial y ofrecen retornos a los inversores.

La financiación del tejido empresarial es una actividad de riesgo, tradicionalmente desarrollada por la banca en nuestro país. Desarrollar vías alternativas a la financiación bancaria significa que nuevos agentes asumirán esa función. Por ello, la regulación deberá ser consciente de esta circunstancia, especialmente en aquellos casos en los que los agentes que lo soporten sean inversores con un menor nivel de conoci-

Para no caer en los errores del pasado es necesaria una regulación que evite la competencia desleal

miento financiero y del riesgo que asumen.

El desarrollo eficaz de estas vías de financiación alternativas requiere de la mejora del nivel de formación y cualificación financiera por parte de la sociedad. Estas iniciativas deben ir acompañadas de un avance en el nivel de educación financiera de los ciudadanos y las empresas. Solo una mayor y mejor formación en temas financieros hará que los que toman decisiones en las empresas sean conscientes de la vulnerabilidad que supone una excesiva dependencia de la financiación bancaria y de la importancia de diversificar las fuentes de financiación.

Es una buena noticia que tras la reestructuración que ha experimentado el sector bancario en España el crédito vuelva a fluir, pero sería mejor noticia que esa recuperación del crédito fuera compatible con un cambio hacia una nueva estructura financiera en la que aumente el peso de la financiación directa en los mercados. La diversificación reduce el riesgo y eso es algo que también se aplica a la estructura financiera de las empresas.

Joaquín Maudos, catedrático de la Universidad de Valencia, director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF; Domingo García Coto, director del servicio de estudios de BME

AVE, rentabilidad y democracia



EN PRIMER PLANO

Andrés Betancor

En los últimos días, el partido político Ciudadanos, con su economista estrella a la cabeza, Luis Garicano, ha suscitado un interesante debate. Interesante y necesario. Muy necesario. La rentabilidad de las infraestructuras. En particular, la del AVE. Y no sólo la del AVE. Pienso en las Universidades públicas. En los dos ámbitos estoy muy directamente implicado. Me beneficio tanto del servicio como del empleo. No soy objetivo, ni lo pretendo.

El debate ha ido creciendo en intensidad. Se mezclan razones económicas con otras de otro tipo. Me parece importante que en España nos acostumbremos a debatir sobre cómo y en qué gastar el dinero público. Este debate sólo tiene sentido sobre la base de dos obviedades que es imprescindible recordar: ese dinero procede de nuestros impuestos y no es una cantidad infinita. Estas dos ideas básicas, obvias, conducen a otras dos igualmente esenciales: que somos los ciudadanos los que decidimos en qué gastar "nuestro" dinero y que decidir supone elegir, o sea, dedicar los recursos escasos a ciertas tareas, lo que implica que no se podrán destinar a otras. Estas ideas, a su vez, llevan a otra igualmente fundamental: decidir, la libertad de decidir, acarrea asumir las consecuencias de la elección. La libertad está inextricablemente unida a la responsabilidad. Libertad y responsabilidad. Alrededor de estos principios se construye, precisamente, el estatus jurídico y político de la ciudadanía. Sólo son ciudadanos aquéllos que son libres y responsables.

La libertad y la responsabilidad exigen información; la relevante sobre las grandes cuestiones sobre las que se debe decidir y asumir las consecuencias de la elección. Esto que digo es lo básico, lo elemental. Sobre lo que se construye nuestro Estado democrático de Derecho. El ciudadano, el pueblo español, fuen-

te de todos los poderes. El responsable último de las decisiones del Estado.

Nuestro Estado democrático de Derecho ha fracasado, sin embargo, en este capítulo. No es en el único, pero es muy relevante. Los políticos han cultivado otro sujeto político: el "botante". El que no asume que los recursos son escasos. El que no comprende que elegir supone rechazar otras opciones alternativas y excluyentes. Ni hay política de la escasez, ni ciudadanos de la escasez. Nos encontramos con un perverso círculo vicioso en el que la demagogia triunfa: pide lo que quieras, que se te concederá. Hay dinero para todo y para todos. La irresponsabilidad. Hay que romperlo. El escenario de crisis ha de ayudar. Ha explotado la burbuja. La época de los recursos ilimitados.

Escasez

No era fácil que el ciudadano entendiese de recursos escasos que hay que administrar como el buen padre de familia, según el parámetro del Código Civil. El fin de esta locura debería traer la asunción de la escasez. La de la elección. La de la libertad y la de las consecuencias de dicha elección. Algunos pensarán que es una visión utópica y simplista. Seguro. Como proclamaba Eisenhower, la guerra nunca la ganaron los pesimistas. Estamos en otra guerra. La del cambio. La de la consolidación del ciudadano. El que ejerce su libertad para elegir y para asumir las consecuencias. La inver-

sión en infraestructuras tiene importantes efectos. Compromete ingentes cantidades de recursos que no podrán tener otro destino: más de 40.000 millones se han dedicado hasta ahora al AVE. Creo que lo que ha suscitado más rechazo no ha sido poner de manifiesto que el AVE no es rentable, sino elevar el criterio de la rentabilidad como criterio, el único criterio de la elección, o mejor, el que la substituye, como si fuese el resultado de la hoja de cálculo y, por tanto, la de aquéllos que la elaboran. Los economistas convertidos en tecnócratas. Es su decisión. Los demás, como infantes, sólo debemos dejarnos administrar. El Estado de los "botantes" substituido por el de los tecnócratas.

En el Estado democrático de Derecho, somos los ciudadanos los que decidimos. A través de los representantes elegidos en procesos competitivos en el que concurren diversas fuerzas políticas con el correspondiente programa electoral. El contexto electoral es propicio para debatir sobre las grandes cuestiones, como la que comento. Se han de aportar razones económicas, pero también sociales, políticas, culturales u otras para que los ciudadanos seamos conscientes de lo que se decide y de sus implicaciones en un mundo de escasez. Queremos tener el AVE, la consecuencia es que no tendremos dinero suficiente para mejorar la sanidad, combatir la exclusión infantil o cualquier otro programa social o económico. No se trata de que los economistas con sus razones decidan. Los economistas, como los juristas y otros profesionales, debemos aportar nuestras razones para que la elección incorpore todas sus vertientes.

Por primera vez, se debate sobre la escasez y las preferencias. Es una apuesta valiente. Pero el enfoque no ha sido, completamente, consecuente con la lógica ciudadana. La polémica no está en reconocer que el AVE no es rentable, sino la confusión sobre quién decide si queremos o no tenerlo. Que se confunda coste de la elección con elección, y quién hace el cálculo del coste con el que elige. Se mezcla el medio con el fin, la técnica con la política, el técnico con el político, el perito con el ciudadano. Se confunde, lo que es más criticable, el análisis económico con la elección democrática. No sería un gran progreso que pasemos de la elección populista a la elección tecnocrática. Necesitamos ciudadanos, porque sólo éstos harán que España progrese. Al ciudadano hay que tratarlo como ciudadano. Ciudadano y sólo ciudadano.

Catedrático de Derecho administrativo

