

## Opinión

Financiación empresarial:  
El futuro ya no es lo que era

A FONDO

Ignacio  
Ruiz-Cámara

El político y escritor Winston Churchill nos dejó muchas frases brillantes, pero hoy me quedo con una: "El político debe ser capaz de predecir lo que va a pasar mañana, el mes próximo y el año que viene; y de explicar después por qué no ocurrió lo que había predicho".

Es particularmente oportuna en el campo que nos ocupa hoy: intentar anticipar cuál será la estructura de financiación de las empresas en el futuro. ¿Continuará creciendo el mercado de capitales? ¿Cuál será la función de los bancos en el mercado? ¿Nos dirigimos en Europa a un modelo parecido al estadounidense, en el que la financiación mediante bonos es mucho más importante que la tradicional a través de préstamos?

Si bien las respuestas a algunas de estas preguntas pueden generar un consenso casi unánime (¿alguien duda de que el mercado de capitales seguirá creciendo?), no creo que nadie pueda aventurar qué volumen se alcanzará, ni cuándo se producirá el gran salto en las vías alternativas de financiación.

Hemos trabajado en un estudio en el que han participado los directores financieros de más de 260 compañías de toda Europa, incluyendo muy distintos sectores y sociedades, tanto privadas como cotizadas. A partir de nuestras conversaciones con ellos, hemos intentado dibujar un mapa tanto de la estructura actual de financiación de las empresas (es decir, qué fuentes de financiación utilizan hoy) como de la previsión que estos ejecutivos tienen sobre cómo van a financiarse las empresas en los próximos 5 años.

## Elevada dependencia

Casi el 70% de la financiación de las empresas españolas consultadas es vía préstamos bancarios (frente a aproximadamente un 50% en Europa) y, si bien apuntan un aumento en la emisión de bonos (que se aproxima al 14%), esta cifra parece baja si la comparamos con la situación en otros países de Europa y con la percepción general del mercado español de que la emisión de bonos se ha disparado en los últimos 18-24 meses. En este punto es importante señalar que en 2013 y 2014 (hasta el tercer trimestre) se produjo un incremento ex-

cepcional de la financiación bancaria, que se había reducido de forma muy acentuada en el periodo anterior (2008-2012), lo cual puede distorsionar un poco la percepción de los ejecutivos consultados este año. Sin olvidar que, según dijo el ministro Luis De Guindos en una comparecencia reciente, cerca del 99% de la financiación de las pymes españolas es bancaria.

Casi unánime entre los consultados es la impresión de que la tendencia es la reducción del peso relativo de la tradicional financiación bancaria (esperado por casi el 40% de las grandes empresas consultadas), que se verá equilibrado con un gran crecimiento (esperado por cerca del 90% de los consultados) del uso de vías alternativas de financiación (por ejemplo préstamos por parte de entidades no bancarias, colocaciones privadas, etc.) y bonos. De igual forma, casi un 90% de las entidades prevé/propone/anima el desarrollo de un mayor mercado de colocaciones privadas y financiación alternativa en Europa.

Otra conclusión relevante es que la visión agorera que pre-

## Cada vez se ve más complementaria la financiación bancaria y la alternativa

dice la desaparición de la financiación bancaria tradicional es totalmente exagerada. Cada vez más compañías valoran la financiación alternativa y la bancaria como fenómenos complementarios (si bien los bancos están penalizados para financiar a largo plazo por las normas de consumo de capital, ofrecen a su vez opciones de capital circulante que los fondos no pueden atender). De igual forma, aproximadamente un 50% de las empresas consultadas prevé un mercado intermediado por los bancos en 5 años. Nunca hay que minusvalorar la capacidad de relación de los bancos con las compañías ni su habilidad para adaptarse a circunstancias cambiantes de mercado.

En resumen: en los próximos 5 años vemos un mercado diferente, más inclinado hacia los mercados de capitales y las vías alternativas de crédito, pero donde los bancos tradicionales mantienen una importancia decisiva. Y si no, siempre nos quedará la posibilidad de parafrasear a Winston Churchill.

Socio de Financiero y Mercado de Valores en Allen & Overy



## El buen ejemplo



VISIÓN PERSONAL

Marco Bolognini

Algo no funciona cuando a la mayoría de ciudadanos les resulta mucho más sencillo enumerar un largo elenco de indeseables antes que un buen listado de personas que merezcan la pena. Es el entorno en el que nos movemos actualmente, no nos podemos engañar. Desconozco la existencia de sondeos sobre el particular, pero se me antoja complicado imaginar a un periodista paseándose por las calles de cualquier ciudad española o europea preguntando por tres nombres (no hacen falta más) de personajes públicos que resulten positivos, de buen agüero o directamente ejemplares.

La Historia nos enseña que los buenos ejemplos son motores imprescindibles para que arraigue la sana costumbre de la emulación constructiva, y despejan el campo de las malas hierbas. A sensu contrario, en periodos de escasez de este género tan codiciado han surgido como hongos otoñales los deus ex machina, los salvadores de la patria, los cantamañanas de variados colores y los dictadores blandos y duros según haya tocado. La labor que tienen ante sí Mariano Rajoy y Pedro Sánchez puede conllevar un esfuerzo impropio y una cruel ejecución, pero, de llevarse a cabo como es debido, va a culminar en la operación más fructífera y meritoria que el escenario político español haya vivido en la última década. La regeneración de la clase política se basa en el buen ejemplo, mucho antes que en las meras declaraciones de intenciones.

## Predicar con el ejemplo

A este propósito, la opinión pública está al tanto de la acción francamente reformadora de un Papa tan secular como Francisco: los que dudamos, los que creen y los que no lo hacen, coincidimos curiosamente en identificar en el Papa Francisco un personaje positivo y alejado de la pura teología de difícil aplicación práctica. Predica con el ejemplo, como hemos podido detectar en el reciente caso de los curas pederastas en Granada.

A veces, entrarían ganas de darle una temporánea vuelta a la teoría de los dos soles para proponerle al Sr. Bergoglio que ofreciera una lectio magistralis a los pequeños hombres que nos representan, una clase de coherencia, concreción y acción por mera creencia y sin que la motivación sea el apremio de las urnas electorales.

Hablábamos de regeneración, y haciéndolo debemos mencionar los buenos ejemplos imprescindibles para refundar la confianza de los ciudadanos, para llegar incluso a fortalecerla,

ya que es justo y profundamente sano que los electores y taxpayers crean en sus gobernantes o, al menos, les respeten. ¿Pueden experimentar una catarsis regenerativa unos partidos políticos incapaces de expresar unos buenos ejemplos que funjan de referencia positiva? Evidentemente no.

Entonces el problema no reside solamente en la limpieza de los bajos fondos y de las primeras líneas, algo que -por cierto- parece ser objeto de recelos significativos. El desafío alcanza también la selección de las nuevas cabezas visibles que deben ser idealmente dotadas de una sorprendente normalidad y honestidad intelectual, lo que no debería ser pedir mucho.

Ante un eficaz trabajo higiénico (antes) y válidamente selectivo (después), los ciudadanos seguramente podrían ser algo más flexibles y tolerantes a la hora de condenar los verdaderos peccata minuta de los seres humanos que ocupan un puesto político.

## Deriva justicialista

Recuerdo, con horror, la deriva de Manos Limpias en Italia: cualquier nimio, mínimo, error personal de un sujeto perteneciente a la clase política constituyó razón de sobra para cancelarlo del mapa social del país contra toda lógica cívica y cristiana al tiempo, se mirara por donde se mirara: un taxi pagado con fondos públicos y sin justificar se convertía en causa suficiente para aniquilar a un servidor público solvente. Unas buenas y válidas personas (muchas), quedaron alejadas sin apelación de la vida política por cuestiones absolutamente opinables, por pequeñas jurídicas y éticamente irrelevantes.

La reacción desmesurada que propone hoy en España Podemos, si bien es entendible en su génesis, no deja de asustar en su posible implementación fáctica. Y no convence no por miedo al cambio, sino porque todavía existe la opción de refundar la política en España, sin necesidad de proceder según lógicas maniqueas y de exterminio del enemigo. Haber pagado una Coca Cola con la tarjeta del Ayuntamiento no es razón bastante para finiquitar un político. *Est modus in rebus.*

Los instrumentos que contribuyen a dotar al país de savia nueva pueden encontrarse en la limitación de mandatos, en la consolidación del sistema de las primarias abiertas (incluso a nivel local), en el desarrollo de técnicas y prácticas de transparencia en la vida pública, entre otros.

En cambio, y para evitar la siniestra deriva justicialista de la Primera República italiana que nada bueno trajo al país, los ciudadanos deberíamos conceder un voto de confianza a una clase política renovada y escogida de acuerdo con inéditas fórmulas de selección y condicionarlo todo con la implacabilidad y la tolerancia que, al mismo tiempo y según toque, impone el mero sentido común en las cosas de la vida.

Abogado