

OPOSICION
TECNICO COMERCIAL Y ECONOMISTA DEL ESTADO

Tema 4A-20: El sistema financiero español (III):
financiación no bancaria.

Miguel Fabián Salazar

30 de diciembre de 2020

ÍNDICE

Página

Idea clave	1
Preguntas clave	1
Esquema corto	2
Esquema largo	5
Gráficas	17
Conceptos	18
Preguntas	19
Notas	20
Bibliografía	21

IDEA CLAVE

VER <https://www.expansion.com/ahorro/2019/12/19/5dfb5de9e5fdea12078b4583.html>

Preguntas clave

- ¿Qué es el sistema financiero español?
- ¿Qué tipos de sistemas financieros existen?
- ¿Qué papel juegan los bancos en el sistema financiero?
- ¿Qué fuentes alternativas de financiación existen?
- ¿Qué importancia tienen en la economía española?
- ¿Qué mercados de capital no intermediados por la banca existen en España?
- ¿Qué instrumentos se negocian? ¿Cuáles son sus características?
- ¿Qué importancia relativa tienen cada uno de ellos?

ESQUEMA CORTO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Sistema financiero*
- ii. *Funcionamiento del sistema financiero*
- iii. *Desarrollo de la financiación no bancaria*
- iv. *Enfoques de estudio*

2. Objeto

- i. *¿Qué es el sistema financiero español?*
- ii. *¿Qué tipos de sistemas financieros existen?*
- iii. *¿Qué papel juegan los bancos en el sistema financiero?*
- iv. *¿Qué fuentes alternativas de financiación existen?*
- v. *¿Qué importancia tienen en la economía española?*
- vi. *¿Qué mercados de capital no intermediados por la banca existen en España?*
- vii. *¿Qué instrumentos se negocian? ¿Cuáles son sus características?*
- viii. *¿Qué importancia relativa tienen cada uno de ellos?*

3. Estructura

- i. *Aspectos generales de la financiación no bancaria*
- ii. *Financiación no bancaria en España*
- iii. *Políticas públicas de financiación no bancaria*

I. ASPECTOS GENERALES DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA

1. Idea clave

- i. *Contexto*
- ii. *Objetivos*
- iii. *Resultados*

2. Fuentes de financiación

- i. *Bancaria*
- ii. *No bancaria*

3. Ventajas de la financiación bancaria

- i. *Transferencia de riesgos*
- ii. *Economías de escala informativas*
- iii. *Control de flujos transfronterizos*
- iv. *Salida más rápida de crisis economía real*
- v. *Canal de transmisión de política económica*

4. Problemas de la financiación bancaria

- i. *Racionamiento por información asimétrica (Stiglitz y Weiss 1981)*
- ii. *Inestabilidad por pánico bancario (Diamond y Dybvig 1983)*
- iii. *Too-big-to-fail*
- iv. *Reasignación de capital en crisis financieras*

5. Tipos de sistemas financieros

- i. *Intermediado*
- ii. *No intermediado*

6. Sistema financiero español

- i. *Idea clave*
- ii. *Evolución*

II. FINANCIACIÓN NO BANCARIA EN ESPAÑA

1. Fuentes de financiación propias

- i. *Idea clave*
- ii. *Evolución*
- iii. *Valoración*
- iv. *Ley 10/2014 de ordenación, solvencia y supervisión de ECrédito*

2. Financiación por proveedores / crédito comercial

- i. *Idea clave*
- ii. *Evolución*
- iii. *Valoración*

3. Renta fija

- i. *Idea clave*
- ii. *Evolución de la renta fija*
- iii. *Renta fija en mercados regulados oficiales*
- iv. *Sistemas multilaterales de negociación*
- v. *Renta fija alternativa: MARF*

4. Renta variable

- i. *Evolución de la renta variable*
- ii. *Renta variable en mercados regulados oficiales*
- iii. *Renta variable alternativa: MAB*
- iv. *Renta variable fuera de mercados cotizados*
- v. *Distribución sectorial*
- vi. *Comparaciones internacionales*
- vii. *Valoración*

5. Instituciones de inversión colectiva

- i. *Idea clave*
- ii. *Carácter financiero*
- iii. *Carácter no financiero*

6. Capital riesgo/venture capital

- i. *Idea clave*
- ii. *Tipos de capital riesgo*
- iii. *Agentes del capital riesgo*
- iv. *Evolución*
- v. *Hechos estilizados de inversión CR*
- vi. *Comparaciones internacionales*
- vii. *Valoración*

7. Plataformas de financiación participativa

- i. *Idea clave*
- ii. *Crowdfunding/micromecenazgo*
- iii. *Crowdlending/P2P lending*
- iv. *Valoración*
- v. *Comparaciones internacionales*

8. Initial Coin Offerings

- i. *Idea clave*
- ii. *Valoración*

9. Titulización de activos

- i. *Idea clave*
- ii. *Valoración*

III. POLÍTICAS PÚBLICAS DE FINANCIACIÓN NO BANCARIA

1. Idea clave

- i. *Contexto*
- ii. *Objetivo*

iii. *Resultados*

2. Unión Europea

- i. *Unión del Mercado de Capitales*
- ii. *Reglamento sobre titulizaciones y STS de 2017*
- iii. *Valoración*

3. España

- i. *Mercados alternativos*
- ii. *RDL 4/2015 del TR de Ley del Mercado de Valores*
- iii. *Apoyo a emprendedores (2013)*
- iv. *Ley de entidades de capital riesgo (2014)*
- v. *Ley 10/2014 de ordenación, solvencia y supervisión de ECrédito*
- vi. *Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (2015)*
- vii. *DGIPYME – Actuaciones*
- viii. *FTPYME – Fondos de Titulización de Activos para PYME*
- ix. *Emisiones avaladas por ICO en 2020*
- x. *Matchfunding autonómico*
- xi. *Sandbox financiero*

4. SOCIMIs

- i. *Idea clave*
- ii. *Objetivo*
- iii. *Inversión*
- iv. *Dividendo*
- v. *Fiscalidad*
- vi. *Valoración*

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

- i. *Aspectos generales de la financiación no bancaria*
- ii. *Financiación no bancaria en España*
- iii. *Políticas públicas de financiación no bancaria*

2. Idea final

- i. *Exceso de ahorro en Europa*
- ii. *Política monetaria acomodaticia y bajos tipos*
- iii. *Innovaciones financieras*
- iv. *Fintech*
- v. *Unión Europea*

ESQUEMA LARGO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Sistema financiero*
 - a. Conjunto de:
 - Instituciones
 - Agentes
 - Mercados
 - Instrumentos
 - b. Que canalizan ahorro desde unidades de gasto superavitarias
 - Ahorradoreshacia unidades de gasto deficitarias
 - Prestatarios
 - c. Impacto del sistema financiero Microeconómico Favorece asignación eficiente de recursos
 - d. Macroeconómico Permite instrumentar política fiscal y monetaria
 - Efectos sobre la economía real
 - ii. *Funcionamiento del sistema financiero*
 - a. Canalización intermediada Intermediarios crean activos intermedios
 - Cuentas corrientes
 - DepósitosIntermediarios invierten ahorro captado
 - Acciones
 - Deuda negociable
 - Deuda no negociable⇒ Captan ahorro a corto plazo
 - ⇒ No serían utilizados de no intermediarse
 - ⇒ Intermediarios transforman c/p en l/p
 - b. Canalización directa de ahorro Uds. deficitarias emiten activos financieros primarios
 - Acciones
 - Obligaciones
 - Contratos de deuda bancariaColocan en unidades de gasto con superávit
- iii. *Desarrollo de la financiación no bancaria*
 - a. Crisis financiera de 2008 Gran tamaño del sistema bancario española Fuerte dependencia de empresas españolas de la banca Pequeño tamaño medio de empresas
 - Intermediación bancaria es pilar central⇒ Crisis bancaria se convierte en sistémica
 - b. Moderado avance tras crisis financiera
 - c. Causas:
 - Racionamiento del crédito

- Excesiva dependencia previa de la financiación bancaria
- Medidas de promoción a nivel UE y nacional

iv. *Enfoques de estudio*

- a. Instituciones y agentes que forman el mercado Especialmente apropiado en sistemas continentales
 - Preeminencia de intermediarios financieros
 - Menos financiación directa o primaria
- b. Mercados en que operan las instituciones Especialmente adecuado en sistemas anglosajones
 - Preeminencia de financiación directa
- c. Instrumentos negociados

2. Objeto

- i. *¿Qué es el sistema financiero español?*
- ii. *¿Qué tipos de sistemas financieros existen?*
- iii. *¿Qué papel juegan los bancos en el sistema financiero?*
- iv. *¿Qué fuentes alternativas de financiación existen?*
- v. *¿Qué importancia tienen en la economía española?*
- vi. *¿Qué mercados de capital no intermediados por la banca existen en España?*
- vii. *¿Qué instrumentos se negocian? ¿Cuáles son sus características?*
- viii. *¿Qué importancia relativa tienen cada uno de ellos?*

3. Estructura

- i. *Aspectos generales de la financiación no bancaria*
- ii. *Financiación no bancaria en España*
- iii. *Políticas públicas de financiación no bancaria*

I. ASPECTOS GENERALES DE LA FINANCIACIÓN NO BANCARIA

1. Idea clave

- i. *Contexto*
 - a. Credit crunch en 2008 Primeros signos en 2007 Quiebra de Lehman Brothers en 2008
 - ¿Qué solvencia tienen los bancos realmente?Práctica desaparición de financiación interbancaria
 - Contracción súbita de liquidez⇒ Tensiones de liquidez en empresa
- ii. *Objetivos*
 - a. Diversificar fuentes de financiación
 - b. Reducir efectos de contracciones súbitas del crédito
- iii. *Resultados*
 - a. Aumento progresivo de financiación no bancaria
 - b. Mayor diversificación de instrumentos
 - c. Bancarización sigue siendo relativamente elevada
 - d. Aumento del recurso a renta fija Especialmente en grandes empresas financieras
 - e. Programa de actuaciones del sector público Fondo de Pago a proveedores

- Reducción periodo medio de pago
- Reformas legislativas

2. Fuentes de financiación

- i. *Bancaria*
 - a. Bancos se interponen entre:
 - Empresas demandantes de financiación
 - Unidades con superávit
 - b. Depósitos bancarios
 - c. Créditos bancarios
 - d. Factoring y confirming
 - Factoring
 - Adelanto de cobro de facturas
 - Confirming
 - Adelanto de pago de facturas
 - e. Instituto de Crédito Oficial
 - Mitigar ineficiencias de financiación bancaria
 - Papel especialmente relevante en crisis
 - Marcado carácter contracíclico
 - Expandió balance en crisis
 - 40.000 millones en 2007
 - 115.000 millones en 2012
 - Caída hasta 47.000 millones en 2017
 - Por volumen de activo
 - Uno de los 10 bancos más grande
 - 98 % de crédito a PYMES
 - Bancos privados son intermediarios
 - ii. *No bancaria*
 - a. Empresas obtienen financiación directamente
 - De unidades con superávits
 - b. Intermediación es simple “brokering”
 - Emparejamiento de empresas y ahorradores
 - ⇒ Banca “de inversión”
 - ⇒ Nuevos intermediarios
 - ⇒ Búsqueda directa por la empresa
 - ⇒ No hay interposición contractual
- ## 3. Ventajas de la financiación bancaria
- i. *Transferencia de riesgos*
 - a. Banco actúa como contrapartida
 - Unidades que quieren asumir mayores riesgos
 - Unidades que desean asumir menos riesgos
 - b. Bancos compensan resultados positivos con negativos
 - ii. *Economías de escala informativas*
 - a. Bancos poseen instrumentos con EEscala
 - b. Conocer mejor características de prestatarios
 - c. Reducción de costes de obtención de información
 - Respecto a prestamistas individuales en MCapitales
 - iii. *Control de flujos transfronterizos*
 - a. En contexto de libre movimiento de capitales
 - b. Bancos canalizan flujos al exterior

- c. Permite mejor control por autoridades
- iv. *Salida más rápida de crisis economía real*
 - a. Crisis en sectores concretos de economía
 - b. Bancos pueden acelerar recuperación
 - Reasignando capital
 - Internalizando consecuencias de préstamos
 - Reasignando capital
 - Interviniendo gestión de empresas
- v. *Canal de transmisión de política económica*
 - a. Políticas públicas de acceso a financiación
 - Mitigar fallos de mercado
 - Actividades con externalidades positivas
 - Asimetrías de información
 - ⇒ ICO y similares
 - b. Financiación a través de bancos comerciales
 - Permite canalizar fácilmente políticas
 - Sin crear red de bancos públicos
 - Sin intervenir en mercados de capital

4. Problemas de la financiación bancaria

- i. *Racionamiento por información asimétrica (Stiglitz y Weiss 1981)*
 - a. Idea clave
 - Financiación bancaria puede no ser suficiente
 - Demanda supera a oferta
 - ⇒ Racionamiento de crédito
 - b. Formulación
 - Aumento del rendimiento exigido a préstamos tiene efectos:
 - Selección adversa:
 - Sólo proyectos arriesgados demandan financiación
 - Riesgo moral
 - Prestatarios arriesgan más para poder devolver
 - ⇒ Rend. exigido afecta a tasa de devolución
 - Empresas deciden volumen de crédito para maximizar:

$$r_{\text{efectivo}} = r_{\text{exigido}} \cdot t_{\text{devolución}}$$
 - Demanda de crédito a r_{efectivo} óptimo
 - Supera a oferta de crédito
 - ⇒ Racionamiento de crédito / “credit crunch”
 - Gráfica I
 - c. Efectos
 - Especialmente agudos para PYMES
 - Estructura industrial española: muchas PYMES
 - Especialmente relevante en España
- ii. *Inestabilidad por pánico bancario (Diamond y Dybvig 1983)*
 - a. Idea clave
 - Comportamiento de depositantes
 - Sujeto a equilibrios de Nash múltiples
 - Equilibrio deseable:

- No retiran de golpe los depósitos
- Equilibrio inestable
- Retiran de golpe los depósitos
- ⇒ Quiebra del sistema bancario
- b. Formulación
 - Depositantes quieren disponer a corto plazo
 - Necesidades imprevistas
 - Inversores quieren devolver a largo plazo
 - Proyectos necesitan periodos de maduración
 - Bancos transforman vencimientos
 - Mantienen disponible una fracción de depósitos
 - Para hacer frente a retiradas
 - ⇒ Ley de los grandes números hace viable
 - ⇒ Si todos retiran a la vez, banco quiebra
 - Aparecen dos equilibrios de Nash:
 - Primer equilibrio:
 - sólo retiran cuando lo necesitan
 - ⇒ Banco se mantiene líquido
 - ⇒ Equilibrio óptimo
 - Segundo equilibrio:
 - Agentes retiran porque ven que otros retiran
 - Temen fin de la liquidez
 - ⇒ Banco no puede devolver depósitos

iii. *Too-big-to-fail*

- a. Bancos con balances muy extendidos
 - Externalidades sobre otros agentes
 - ⇒ Riesgo sistémico
- b. Bancos too-big-to-fail conocen su importancia
 - Toman riesgos excesivos
 - Saben serán rescatados si tienen problemas
 - ⇒ Aumento de riesgo sistémico

iv. *Reasignación de capital en crisis financieras*

- a. Pre-crisis financiera
 - Toma de riesgos excesivos
 - Malas inversiones
 - Externalidades
 - Equilibrios múltiples
- b. Crisis financiera
 - Cuatro factores anteriores
 - Amenazan colapso sistema financiero
 - ⇒ Incumplimientos generalizados obligaciones
- c. Bancos centrales prefieren retrasar reasignación
 - Préstamos a bancos con problemas
 - Liquidez de emergencia
 - Quiebras técnicas
 - Capital atrapado en préstamos fallidos
 - ⇒ Reasignación K y L no se lleva a cabo
- ⇒ Préstamos zombies
- ⇒ Japonización
- ⇒ Más fácil recuperación si desintermediación

5. Tipos de sistemas financieros

i. *Intermediado*

- a. Predominio de financiación bancaria
 - En financiación de empresas
- b. Papel limitado de mercados de capital
 - Pocas empresas cotizadas
- c. Ahorro privado
 - Principalmente en:
 - depósitos bancarios
 - Pólizas de seguro
- d. Europa Continental
- e. España
- f. Países en desarrollo habitualmente
 - Aunque sistema bancario
 - También poco desarrollado
- g. Japón en menor medida

ii. *No intermediado*

- a. Predominio de mercado de capitales
 - En financiación de empresas
- b. Estados Unidos ejemplo paradigmático
- c. Reino Unido, Irlanda en gran medida
- d. Inversores institucionales juegan papel secundario
- e. Intermediación a través de mercados de capital
 - Peso mucho mayor

6. Sistema financiero español

i. *Idea clave*

- a. Contexto
 - Peso de préstamos bancarios en estructura de pasivo
 - 30 % en 2007 al 25 % en 2017
 - ⇒ Parte muy sustancial de fin. empresarial
 - Pequeño tamaño medio de empresas españolas
 - 5 trabajadores de media por empresa
 - Más del 61 % del empleo total
 - ⇒ Frente a 12 en Reino Unido y Alemania
 - ⇒ Empleo total muy sensible a sector bancario
 - ⇒ Financiación muy procíclica
 - Falta de cultura financiera en managers
 - Círculo vicioso de la dependencia bancaria
 - Más dependencia de la financiación bancaria
 - ⇒ Más problemas de acceso si tensiones financieras
 - ⇒ Mayor dependencia de sector bancario

b. Objetivos

- Aumentar resistencia de sist. financiero a crisis
- Reducir dependencia de fuentes de financiación
- Aumentar conocimiento del mercado de capitales
- Aumentar diversificación de fuentes de financiación

c. Resultados

- Ligera desintermediación
- Aumento de financiación no bancaria
- En ciertos sectores
- Especialmente grandes empresas

Dificultades culturales, informacionales

ii. *Evolución*

- a. Contracción de stock de crédito bancario en España
 - Muy elevada deuda bancaria pre-crisis
 - Proceso posterior de desapalancamiento
 - Causas del proceso desapalancamiento
 - Deterioro de calidad crediticia de empresas
 - Descenso de valor de activos utilizados
 - Aumento del coste de financiación
 - Contracción de la oferta de crédito
 - Segmentación de mercados financieros en UEM
 - Mayores exigencias de capital por Basilea III
 - Efectos del desapalancamiento forzado
 - Cierre de empresas
 - Desempleo
 - Tensión sobre coste de deuda española
- b. PYMES sufren más los efectos negativos
 - Producen información financiera a mayor coste
 - Coste relativo mayor que para empresas grandes
 - Menor recurso a financiación propia
 - Sufren más retraso de pagos de Admón.

II. FINANCIACIÓN NO BANCARIA EN ESPAÑA

1. Fuentes de financiación propias

- i. *Idea clave*
 - a. Recursos financieros generados por empresa
 - b. Beneficios sin distribuir
 - c. Fondos de amortización
 - d. Provisiones
 - Cubrir pérdidas ciertas
 - e. Previsiones
 - Cubrir pérdidas eventuales
- ii. *Evolución*
 - a. Fuertemente dependiente de beneficios
 - b. Elevada prociclicidad
- iii. *Valoración*
 - a. Prociclicidad aumenta inestabilidad
 - Retroalimentación con tensiones financieras
 - b. Requiere buenos resultados previos
 - c. Fases de expansión previa reducen disponibilidad
 - d. PYMES tienen menos recursos acumulados
 - Por menores beneficios
- iv. *Ley 10/2014 de ordenación, solvencia y supervisión de ECrédito*
 - a. Emisiones de residentes en España
 - Cotizadas en MARF o AIAF
 - No sometidas a retención ni regulación
 - Por mayor tendencia a crecimiento

2. Financiación por proveedores / crédito comercial

- i. *Idea clave*
 - a. Diferencia temporal entrega bienes–pagos a proveedores

Empresa compradora puede utilizar bienes

→ Antes de pagar por ellos

⇒ Financiación de actividad

b. Descuento de facturas/factoring

Empresas financiadoras

→ Convierten en líquidos derechos a favor

⇒ Banco provee financiación

⇒ Bancos realmente parte importante

ii. *Evolución*

- a. Peso elevado en estructura financiera española
- b. Caída progresiva
 - En 2005: 38 %
 - En 2014: 12 %
- c. Tiempo de pago a proveedores
 - Ha tendido a caer con el tiempo

iii. *Valoración*

- a. Sujeto a poder de mercado relativo
 - Entre proveedor y destino
- b. Permite cierta flexibilidad ante fluctuaciones
- c. Dependiente indirectamente del crédito bancario

3. Renta fija

i. *Idea clave*

- a. Requisitos de acceso a mercados oficiales
 - Muy exigentes en términos de información y regulación
 - Elevados costes fijos
 - Sólo grandes empresas pueden acceder
- b. SMNs – Sistemas Multilaterales de Negociación
 - Creados en Ley MV de 1988
 - Cierta capacidad de autonomía regulatoria
 - Menores requisitos de acceso a mercado
 - Mecanismo de supervisión no exclusivo por CNMV
 - Asesores registrados
 - Sociedades rectoras
 - CNMV

ii. *Evolución de la renta fija*

- a. Aumento de renta fija tras crisis
 - Número de emisores x6 entre 2007 y 2017
 - Más empresas emiten
 - Empresas que emiten, emiten más
 - 35.000 M de € en emisiones brutas en 2017
 - Frente a 9.000 € en 2007
 - Protagonismo creciente de emisiones de tamaño medio
 - 5 a 100 M de €
 - Asociadas a empresas que no existían previamente
- b. Causas del aumento
 - Bajada de tipos
 - Recuperación
 - CSPP – Corporate Sector Purchase Programme

- Cambios regulatorios → Ley 7/2015 de fin. empresarial
- iii. *Renta fija en mercados regulados oficiales*
 - a. AIAF
 - Deuda pública principal componente
 - También deuda privada
 - Creado en 1987
 - 80 miembros
 - Inversores institucionales
- iv. *Sistemas multilaterales de negociación*
 - a. SENAF
 - Sistema Multilateral de Negociación
 - Primero en aprobarse
 - Principalmente deuda pública
 - También deuda corporativa avalada por estado
 - b. SEND
 - Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
 - Deuda pública y privada para minoristas
 - Captar demanda minorista de activos de renta fija
 - Principalmente grandes bancos
 - c. Sistema Bursátil de Renta fija
 - Cotización de renta fija en Bolsa de Valores
 - Muy poco utilizado
 - Años con volúmenes mínimos
 - d. Volumen
 - Emisiones de renta fija privada registradas CNMV
 - Más de 100.000 M de € en 2018¹
 - Tendencia a la baja desde 2016
 - Fuerte aumento en 2019
- v. *Renta fija alternativa: MARF*
 - a. Creado en 2013
 - Parte de compromiso asumido en MoU de 2012
 - Configurado como SMNegociación
 - b. AIAF sociedad rectora
 - Participada al 100 % por BME
 - Supervisada por CNMV
 - c. Inversores cualificados
 - No disponible para inversores minoristas
 - d. Requisitos de acceso reducidos
 - No es necesario rating
 - Basta informe de solvencia
 - e. Segmentos
 - A corto plazo
 - Pagarés
 - A medio y largo plazo
 - Bonos simples o de titulación
 - Participaciones de IICollectiva
 - Cuya política incluya inversiones en valores de empresas MARF
 - f. Volúmenes

Valor nominal mínimo de 100.000 euros por bono
 Más de 40 empresas cotizando emisiones
 Porcentaje pequeño de deuda total creada
 → Pero importancia cualitativa superior
 ⇒ Vía de diversificación si crisis bancaria
 Mayor parte de negociación de valores MARF
 → Se negocia de hecho por vía bilateral
 ⇒ Volumen de contratación en MARF muy reducido

g. Evolución
 Apenas emisiones inicialmente
 → Mercado inicialmente marginal
 Fuerte crecimiento progresivo desde 2013
 Crecimientos anuales del 50 % en volumen vivo
 5.300 M de € en saldo vivo finales de 2019
 Crisis de Covid + avales ICO
 → Aumento de emisiones en otoño 2020

4. Renta variable

- i. *Evolución de la renta variable*
 - a. Alcanzó máximo en 2012
 - 60.000 M de € captados
 - b. Relación cotizadas y no cotizadas
 - Emisiones de no cotizadas caen progresivamente desde 2012
 - ¿Recuperación?
 - ¿Política monetaria de BCE?
 - c. Perfil muy irregular
 - Empresa dada no emite con regularidad
 - Emisión de empresa muy grande en año dado
 - ⇒ Fuerte aumento de emisiones totales en ese año
 - ⇒ Volatilidad
- ii. *Renta variable en mercados regulados oficiales*
 - a. Cuatro bolsas de valores españolas
 - b. SIBE – Sistema de Interconexión Bursátil Español
 - También denominado “mercado continuo”
 - c. Volumen
 - Capitalización cercana a los 700.000 M de €
 - Más de 40 emisiones anuales en últimos años
 - Sobre todo, empresas que ya habían emitido
 - d. Más de 150 sociedades cotizadas
 - También SOCIMIS
 - e. Principal fuente de financiación externa
 - Grandes empresas nacionales
 - Empresas extranjeras cotizadas en España
 - f. Sectores
 - Variabilidad elevada en diferentes años
 - Industria, energía y suministros+inmob. y construcción
 - Suelen ser principales emisores
 - ⇒ Grandes necesidades de capital
 - Transporte y comunicaciones le siguen

¹Ver Estadística CNMV en carpeta del tema

- g. Requisitos de acceso al mercado
Muy exigentes en términos de:
 - Auditoría
 - Formas societarias
 - Gobierno corporativo
- iii. *Renta variable alternativa: MAB*
 - a. Creado en 2006
 - b. BME Sistemas de Negociación sociedad rectora
Bolsas de Mad, Bcn, Blb, Vlc rectoras
Participadas al 100 % por BME
→ BME rectora indirectamente
 - c. Requisitos de acceso facilitados
 - d. Promover acceso de PYMES
 - e. Segmentos diferenciados
 - i. Empresas en expansión
 - ii. SOCIMIs
→ 78 empresas cotizando en 2019
→ Atracción de inversión extranjera en inmobiliario
→ Previo a salto al mercado continuo
 - iii. SICAVs
→ Más de 2000 cotizando
 - iv. Fondos
 - v. ECRs y SIL (sociedades de inversión libre)
 - f. Volúmenes
Más de 40 empresas cotizadas
Máximo de emisiones en 2015: casi 20
Volúmenes de emisión anual muy volátiles
→ Entre 250 y 100 M de € en últimos años
Entre 0-5 % de RV total emitida
 - g. Ventajas
Permite acceso a empresas de baja capitalización
Visibiliza compañías pequeñas
→ Ante clientes, proveedores financieros, etc..
Permite determinar valoración objetiva
→ Potenciales compradores e inversores
Ofrece a los accionistas liquidez
No implica pérdida de control
Ayuda a profesionalizar gestión
- iv. *Renta variable fuera de mercados cotizados*
 - a. Emisiones y venta OTC
 - b. Comparación con otros segmentos de RVariable
Principal fuente de RVariable en años de crisis
Especialmente entre 2012-2014
→ Financiación bancaria difícil
→ RVariable en mercados oficiales
- v. *Distribución sectorial*
 - a. Renta fija
Predominan:
 - Industria, energía y suministros
 - Transporte, industria y telecomunicaciones
- Aparición de comercio y hostelería
⇒ Aunque en % muy pequeños
⇒ Anteriormente inexistentes
Filiales no residentes
→ Muy significativo en principales grupos corporativos
- b. Renta variable
Industria, energía y suministros
→ La más activa en 2005-2017: 38 %
Transporte y comunicaciones
Actividades inmobiliarias y construcción
→ Muy fuerte crecimiento en 2017
⇒ Casi 47 % del total en 2017
- vi. *Comparaciones internacionales*
 - a. Renta fija sobre total de deuda
En UEM crece ligeramente
En España mayor aumento desde 2007
→ De 5 % a casi 15 %
⇒ Supera a media de UEM a partir de 2014
En Italia también crece fuertemente
 - b. Mayores % de renta fija sobre total de deuda:
 1. USA: Casi 45 % desde menos del 35 %
→ Crece aunque ya era la economía menos intermediada
 2. Reino Unido: casi 25 % desde el ~ 17 %
→ Economía menos intermediada en Europa
 3. Francia: casi el 20 % en 2017 desde ~ 13 %
→ Menos intermediado de economías continentales
 4. Japón: leve aumento de intermediación
→ Tradicionalmente, intermedia entre continente y anglo
→ Sector bancario muy fuerte
→ Mercados de capital también relativamente profundos
 5. España: mayor aumento desde 2007
→ Desde 5 % hasta 15 %
 6. Italia: aumento levemente inferior a España
 7. Alemania: inicialmente superior a España
→ Pero menor desintermediación
- vii. *Valoración*
 - a. Avance en desintermediación
Ligero aumento en los últimos 10 años
→ Menor peso de préstamos en deuda
→ Aumento de acceso a mercados de capital
 - b. Ventajas de la financiación en mercados regulados
Más diversificación de fuentes de financiación
Mayor liquidez
Menos dependencia de condiciones en sistema bancario
 - c. Problemas que persisten
Desconocimiento de posibilidades de acceso
- Incorporación de más ramas de actividad

→ Especialmente en PYMES

5. Instituciones de inversión colectiva

i. *Idea clave*

- a. Masas patrimoniales que tienen por objeto
 - Captación de fondos, bienes o derechos del público
 - ⇒ Gestionarlos
 - ⇒ Invertirlos en bienes, derechos, valores u otros
- b. Proveen financiación a unidades con déficit
 - Se involucran en diferentes grados en gestión de activos
- c. Forma jurídica
 - Fondos
 - Patrimonio separado sin pers. jurídica
 - Perteneciente a pluralidad de inversores
 - Sociedades
 - Sociedad anónima
 - Posible encomendar gestión a SGIICC²

ii. *Carácter financiero*

- a. Inversión en activos financieros
- b. Fondos cotizados
 - Invierten en cualquier activo financiero
 - Suscritos o reembolsados a valor liquidativo
 - Calculado al cierre de sesión
- c. IIC subordinadas
 - Invierten al menos 80 % de patrimonio en único fondo
- d. IIC de IIC
 - Fondos que invierten en fondos
- e. IIC que replican índice/ETF
 - Replican comportamiento de índice de referencia
 - Cotizan en mercados secundarios
 - Se compran y venden en mercados secundarios
- f. SICAV índice cotizadas
- g. IIC de IL/Hedge funds
 - Sin límites de inversión ni concentración
 - Pueden apalancarse
 - Diferentes formas jurídicas
 - Sociedades de Inversión libre
 - Fondos de Inversión Libre

h. IIC de IIC de IL

- Invierten al menos 60 % en IIC de IL
- No pueden concentrar más de 10 % en única inversión

iii. *Carácter no financiero*

- a. SOCIMI – Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercado Inmob.
- Cotizan en MAB o SIBE
- b. Otras sociedades

Fondos de Inversión Inmobiliaria

Sociedades de Inversión Inmobiliaria

6. Capital riesgo/venture capital

i. *Idea clave*

- a. Término general
- b. Participación temporal y minoritaria
 - En empresas no cotizadas
 - Generalmente en el capital social
 - También posible en los recursos ajenos
- c. Muy amplia variedad de agentes de CRiesgo
 - Entidades con fin expreso
 - Particulares
- d. Financiación para inversión de capital riesgo
 - Captada en mercados convencionales y alternativos

ii. *Tipos de capital riesgo*

- a. Semilla
 - Empresas que acaban de nacer
 - Capital absolutamente inicial
- b. Arranque
 - Empresas que ya existen
 - Aún no obtienen ingresos
 - Necesitan capital para puesta en marcha
 - ⇒ Para producción, distribución
- c. Fortalecimiento o fomento (*late stage*)
 - Empresas ya produciendo y comercializando
 - Necesitan expansión
 - A menudo, para salida a bolsa
- d. Etapas posteriores: private equity
 - Apalancamiento
 - MBO, LBO, MBI³
 - Capital de sustitución
 - Releva a accionistas que desean salir del capital
 - ⇒ En empresa con recorrido de crecimiento
 - Reestructuración
 - Empresas en dificultades
 - Cambio de estrategia corporativa
 - Mantener en funcionamiento durante reestructuración

iii. *Agentes del capital riesgo*

- a. ECRs – Entidades de Capital Riesgo
 - Entidades financieras reguladas
 - Diferentes formas jurídicas
 - Toman participaciones en capital/deuda
 - Empresas financieras/no financieras
 - Que cotizan/no cotizan en mercados regulados
 - ECR-Pyme
 - Mayor uso de préstamos participativos
 - Más participación en gestión

²Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

³Management buy in. Grupo de directivos que no pertenecen a la empresa inicialmente y se endeudan para adquirirla. En ocasiones denominada *leveraged management buy in*.

- Formas jurídicas
 - Sociedades de capital-riesgo
 - Fondos de capital riesgo
 - Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo
- Sociedades de capital-riesgo
 - Sociedades anónimas
 - Capital social mínimo
- Fondos de capital riesgo
 - Sin personalidad jurídica
 - Sociedad separada ejerce representación
- b. Ángeles inversores/business angels
 - Persona física que aporta capital
 - A empresas no cotizadas a priori ajenas
 - Cualquier etapa de desarrollo
 - Generalmente, fases iniciales
 - Empresas innovadoras
 - Invierten su propio capital
 - Cuantías entre 25.000 y 300.000 generalmente
 - Menos del 50 % generalmente
 - Contribuyen a la empresa receptora
 - Experiencia de gestión
 - Red de contactos
 - Concentrados en Madrid y Barcelona
 - A menudo han sido previamente emprendedores
- c. Incubadoras
 - Empresas que buscan startups para desarrollar
 - Proveer capital y servicios accesorios
 - A empresas aún no en desarrollo
 - ⇒ Aún en fase de proyecto
 - Pre-incubación
 - Desarrollo de plan de negocio
 - Incubación
 - División de tareas para desarrollo del plan
 - Implementación
 - Post-incubación
 - Seguimiento de la actividad del proyecto
- d. Aceleradoras
 - Institución que impulsa primeras fases de desarrollo
 - Aportan capital semilla
 - Mostrar rápidamente viabilidad
 - Objetivo principal
 - Lograr aumentar tasas de crecimiento
 - Sólo invierten en empresas ya en desarrollo
 - A diferencia de incubadoras
 - Proveen servicios accesorios
 - Asesoramiento
 - contactos
- e. Fondos de riesgo
- f. Primeros accionistas
- g. Asociaciones de inversores de capital riesgo

ASCRI

- Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
- ⇒ Principal asociación en España
- InvestEurope
 - Principal asociación a nivel europeo
- National Venture Capital Association
 - Estados Unidos

iv. Evolución

- a. Tendencia creciente en últimos años
 - x3 desde 2009 de stock total de inversión
- b. Capital extranjero cada vez mayor en %
 - Aunque capital nacional creciente
- c. Capital de sustitución y apalancamiento
 - Sigue siendo predominante
- d. Stock total de inversión sigue siendo muy bajo
 - Apenas +4 % del PIB en 2017

v. Hechos estilizados de inversión CR

- a. Fase de crecimiento
 - Sustitución, apalancamiento
 - Mayor parte del CRiesgo con mucha diferencia
 - Expansión
 - Sigue de lejos
- b. Sector de actividad
 - Industria, energía, transportes y comunicaciones
 - Mayor parte de la inversión
 - Comercio y hostelería
 - Volúmenes crecientes desde 2009
 - Inmobiliario y construcción
 - Presencia reducida

vi. Comparaciones internacionales

- a. Inversión en fase de expansión
 - Ligeramente inferior en España respecto UE
- b. Inversión en fases iniciales
 - Mucho más importantes en España y UE
 - Que en Estados Unidos
- c. Inversión de sustitución, apalancamiento, etc...
 - Ligeramente superior
- d. Estados Unidos
 - Stock de inversión muy superior al UE
 - +30 % en USA, +4 % en UE

vii. Valoración

- a. Ventajas de que una ECR participe en capital
 - Canaliza financiación para expansión
 - Atrae inversión de terceros
 - Aumenta capacidades de inversión
 - Introduce transferencias tecnológicas
 - Reduce tasa de fracaso empresarial
 - Profesionaliza gestión

7. Plataformas de financiación participativa

i. Idea clave

- a. Mercados digitales
 - Conectan:
 - Inversores
 - Empresas demandantes de financiación
- b. Regulados a partir de 2015
 - Inicialmente desregulados
 - Ley crea marco legal específico
 - Supervisión por CNMV
 - Cumplimiento de determinados requisitos:
 - administrativos y financieros
- c. Limitación de rango de servicios
 - No pueden ofrecer asesoramiento inversor
 - No pueden procesar pagos
- d. Riesgos
 - Potencialmente elevados
 - Fuertes asimetrías de información
 - Regulación obliga a publicar información
 - Mitigar asimetría informativa
 - No se requiere comprobar información
- e. Categorías de inversores
 - Acreditados
 - Sin límites de inversión
 - No acreditados
 - Máximo de 3.000 € por proyecto
 - Total de 10.000 € al año
- ii. *Crowdfunding/micromecenazgo*
 - a. Financiación externa de un proyecto
 - Mediante pequeñas aportaciones individuales
 - Contrapartida para los aportadores de capital
 - no es necesariamente participación en cap. social
 - b. Equity crowdfunding
 - Particulares toman participación en K social
 - Pequeñas empresas
 - A través de plataforma
 - ⇒ Emparejamiento directo empresas-inversores
- iii. *Crowdlending/P2P lending*
 - a. Préstamos directos de particulares
 - A empresas o particulares
 - ⇒ Financiar proyecto de inversión
 - b. Cantidades individuales relativamente pequeñas
 - c. También factoring de facturas
- iv. *Valoración*
 - a. Principales plataformas internacionales
 - Kickstarter
 - Indiegogo
 - b. Principales plataformas en España
 - goteo.org
 - lanzanos.com
 - c. Regulación relativamente poco desarrollada
 - Crowlending
 - Plataformas princ. residentes en Estonia o Letonia

nia

→ Housers en España para préstamo inmobiliario

v. *Comparaciones internacionales*

- a. China es gigante mundial
 - Más de 80 % de volumen mundial
- b. Estados Unidos sigue de lejos
 - 11 % de volumen mundial
- c. Resto de países
 - Oscilan en torno al ~ 1 %
 - España entre los principales

8. Initial Coin Offerings

i. *Idea clave*

- a. Venta de títulos valor
 - Depositados en una blockchain
 - Transferibles por vía digital
- b. Equity y deuda

ii. *Valoración*

- a. Poco uso en España
 - Sujetas a fuerte control administrativo
 - A partir de tamaño, considerados oferta pública
- b. Margen para fraude
 - Relativo desconocimiento
 - Tecnología block-chain aún poco desarrollada
 - Fuente de financiación considerada “exótica”

9. Titulización de activos

i. *Idea clave*

- a. Transformación de derechos de crédito
 - Derivados de derechos no negociables
 - Mediante transferencia a un vehículo especial
 - ⇒ Posterior emisión de títulos sobre tales activos
- b. Emisión de títulos negociables
 - Pagos dependen de flujos a favor de vehículo especial
- c. Aparición en España en 1992
 - Fondos de titulización hipotecaria
 - Posterior uso en otros tipos de activo
- d. Fuerte aumento tras entrada en €
 - Segundo emisor de UE
 - Por detrás de Reino Unido
- e. Crisis financiera
 - Fuerte efecto reputacional negativo
 - Originate-to-distribute
- f. Regulación en España
 - Sujetos a supervisión por CNMV

ii. *Valoración*

- a. Optimiza estructura financiera del activo
 - Libera recursos comprometidos
 - Utilizables en otras inversiones
- b. Aumenta liquidez
- c. Reduce recurso a financiación bancaria

- d. Aplicación en España
 - Ausencia de estructuras complejas
 - Subyacentes de alta calidad en general
 - Recuperación muy débil desde máximos
 - +140.000 M en 2007 a 35.000 en 2017

III. **POLÍTICAS PÚBLICAS DE FINANCIACIÓN NO BANCARIA**

1. Idea clave

- i. *Contexto*
 - a. Sistema financiero muy bancarizado
 - b. Bancos con déficits de capital
 - Requisitos de capital (Basilea III, ...)
 - c. Segmentación geográfica de mercados bancarios
 - d. Vulnerabilidad a crisis bancaria
- ii. *Objetivo*
 - a. Reducir dependencia de sistema bancario
 - b. Aumenta peso de mercado de capitales en financiación
- iii. *Resultados*
 - a. Relativa reducción de tasa de fin. bancaria
 - b. Aparición de nuevos canales de financiación
 - c. Proceso lento
 - d. Comparación con sist. financieros anglosajones
 - Aún muy elevada dependencia de fin. bancaria
 - e. DGPYME
 - Especial importancia en políticas para PYMEs

2. Unión Europea

- i. *Unión del Mercado de Capitales*
 - a. Idea clave
 - Fuerte bancarización a nivel UE
 - Mercados de capital muy segmentados
 - Especialmente en renta fija
 - Poco aumento de flujos trans-EM en última década
 - Diferenciales de interés elevados
 - ⇒ Concentración del riesgo
 - ⇒ Mala asignación de capital
 - b. Superar tres barreras
 - i. Transparencia
 - Centralizar y estandarizar información sobre emisores
 - Reducir coste de información de pequeños emisores
 - Permitir no cotizadas acceder a mercado
 - ii. Regulación
 - Centralizar supervisión de intermed. sistémicos
 - Aumentar convergencia supervisoria
 - Armonizar regulación de pensiones para portabilidad
 - iii. Insolvencia
 - Estándares mínimos de control
 - Sistematizar control de proceso regulatorio

Necesario

- Armonizar regulación
- Aumentar tenencia transfronteriza de valores
- Aumentar acceso a capital entre EEMM
- Lanzamiento de programa en 2015
 - CdUE pide a CE plan de acción y hoja de ruta

c. Formulación

- Crear entorno de mercado favorable
 - Emisión de obligaciones negociables
 - Negociación a nivel UE
- Armonizar regulación
 - Reducir problemas de información
 - Aumentar tenencia transfronteriza de títulos

d. Actuaciones

- Reglamento sobre fondos de capital riesgo (2013)
 - Armoniza requisitos y condiciones
 - Mercado único de fondos
- Reglamento de titulizaciones de 2017
 - Reduce carga administrativa
 - Facilitar acceso a empresas más pequeñas

ii. *Reglamento sobre titulizaciones y STS de 2017*

- a. Fomentar titulización tras crisis financiera
 - Mercado plenamente recuperado en EEUU
 - Crecimiento en Asia
 - Casi desaparecido en Europa
- b. Criterio para identificar titulizaciones STS
 - Simple, Transparent and Standardized
 - Titulizaciones de alta calidad
 - Puede recibir mejor tratamiento preferente
 - A nivel de ratios de capital
 - Reforma de CRR en 2017 para introducir

iii. *Valoración*

- Unión Bancaria sigue siendo objetivo principal
- UMCapitales más compleja y de largo plazo
- Doble objetivo de UMCapitales
 - Desintermediar sistema financiero
 - Desconcentrar financiación en mercados nacionales

3. España

- i. *Mercados alternativos*
 - a. Creación del MAB en 2006
 - b. Creación del MARF en 2013
 - Empresas tecnológicas
- ii. *RDL 4/2015 del TR de Ley del Mercado de Valores*
- iii. *Apoyo a emprendedores (2013)*
 - a. Ley 14/2013
 - b. Incentivo fiscal a inversores de start-ups
 - Deducción fiscal estatal en IRPF
 - Inversión en empresas de nueva creación (<3 años)

- ⇒ 20% de cantidades satisfechas son deducibles
- ⇒ Límite 10.000 euros
- iv. *Ley de entidades de capital riesgo (2014)*
 - a. Ley 22/2014
 - b. ECRs y otras entidades de IColectiva cerradas
También gestoras de entidades
→ Inviertan en capital de no financieras no cotizadas
→ Posible extensión a empresas cotizadas
→ Posible extensión a otras ECRs
 - c. Modernización del régimen de capital riesgo
Aumentar captación de fondos
Fomentar desarrollo de nuevas empresas
 - d. Define régimen de varios tipos de entidades
Sociedades de capital-riesgo
Fondos de capital riesgo
Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo
 - e. Sociedades de capital-riesgo
Sociedades anónimas
Capital social mínimo
 - f. Fondos de capital riesgo
Sin personalidad jurídica
Sociedad separada ejerce representación
- v. *Ley 10/2014 de ordenación, solvencia y supervisión de ECrédito*
 - a. Emisiones de residentes en España
Cotizadas en MARF o AIAF
No sometidas a retención ni regulación
- vi. *Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (2015)*⁴
 - a. Ley 5/2015
Marco de MoU de rescate de 2012
Objetivo no es desbancarizar economía
→ Sí reducir dependencia de financiación bancaria
 - b. Codifica y unifica normativa
 - c. Elimina límite cuantitativo de emisión de SAnónimas
 - d. SLimitadas pueden emitir obligaciones simples
Antes prohibido
Deben ser menores a doble de recursos propios
→ Salvo garantizadas (sin límite)
 - e. Regulación de las titulizaciones
Mejora obligaciones de transparencia
→ Reducir desconfianza tras crisis financiera
Elimina dualidad hipotecarias-titulización de activos
Flexibiliza normativa
 - f. Regula plataformas de crowdfunding
- vii. *DGIPYME – Actuaciones*
 - a. Impulso a redes de Business Angels
- b. FTPYME – Fondos de Titulización de Activos para PYME
- viii. *FTPYME – Fondos de Titulización de Activos para PYME*
 - a. Financiación no bancaria sólo parcial
 - b. Fondo compra activos bancarios que financiaban PYMES
Obliga a reinvertir liquidez obtenida
→ En créditos a PYMES
- ix. *Emisiones avaladas por ICO en 2020*⁵
 - a. Avaes del 70%
 - b. Empresas que tuviesen programa en MARF
 - c. Vencimiento máximo a 24 meses
 - d. 40.000 M de € máximos avalados
- x. *Matchfunding autonómico*
 - a. En algunas plataformas de crowdfunding
 - b. Gobiernos autonómicos
Hacen matching de fondos recibidos
- xi. *Sandbox financiero*
 - a. Marco regulatorio para nuevos productos financieros
 - b. Objetivos
Fomentar desarrollo de nuevos productos financieros
Evitar impacto sobre conjunto de sistema financiero
Valorar implicaciones de nuevo producto
→ Antes de permitir oferta a público general
Especialmente relevante en fin. no bancaria
→ Nuevas formas de intermediación
→ Nuevas fuentes de financiación
 - c. Proyectos piloto
Deben aprobarse por regulador
→ Solo autoridades financieras
→ CNMC no forma parte
 - d. Agentes
Entidades financieras arraigadas
→ Intermediarios tradicionales (bancos...)
→ Fintech

4. SOCIMIs

- i. *Idea clave*
 - a. Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario
 - b. Sociedad mercantil cotizada
En un mercado regulado español o europeo
→ BME Growth/MAB
→ Mercado continuo
→ Algunas incluidas en IBEX
 - c. Creadas en 2009 y reformadas en 2013
Inspiradas en vehículo americano REIT

⁴Ver [Uría \(2015\) sobre Ley de FFE.](#)

⁵Ver [Cinco Días \(2020\) ICO ya avala emisiones de pagarés.](#)

- Real Estate Investment Trust
- Creado en los años 60
- Extensión progresiva a Europa
- d. Canalizar inversión a sector inmobiliario
 - En contexto de sequía general de la inversión
- ii. *Objetivo*
 - a. Canalizar inversión a mercado inmobiliario
 - Inversión
 - Promoción
 - Rehabilitación
 - b. Desvincular bancos de inversión inmobiliaria
 - c. Involucrar minoristas en inversión inmobiliaria
- iii. *Inversión*
 - a. Inmuebles urbanos deben ser 80%
 - b. Sin mínimo de inmuebles activos
 - c. Capital social mínimo 5 M de €
 - d. Sin límite al apalancamiento máximo
 - e. Posible invertir en otras SOCIMIs
 - f. Free float mínimo
 - Del 25% capital social o 2 M de €
- iv. *Dividendo*
 - a. Obligación de repartir dividendo anual
 - b. 80% de rentas de alquiler
 - c. 50% por ganancias de ventas
 - d. 100% de obtenido por otras SOCIMIs
- v. *Fiscalidad*
 - a. Exentas de Impuesto de Sociedades
 - Si se cumplen determinados requisitos
 - Permanencia de las inversiones
 - Mantenimiento de la cotización
 - Incumplimiento obligaciones o dividendos

- b. Dividendos retenidos a socios
 - Entre 19 y 23%
- c. Bonificadas en ITPAJD
- d. Bonificación sobre rentas de alquiler
- vi. *Valoración*
 - a. Casi 100 SOCIMIs
 - b. Cap. bursátil cercana a 27.000 M de €
 - En agosto 2019
 - Superior a media europea sobre PIB
 - c. Principales SOCIMIs
 - Merlin
 - Colonial
 - d. Éxito regulatorio
 - e. Elevada inversión y liquidez
 - f. Otros países regulan también
 - Cada vez más frecuente
 - Cada vez menos atractivo relativo SOCIMIs
 - g. Relativa incertidumbre sobre fiscalidad
 - Impuesto sobre beneficios no distribuidos

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

- i. *Aspectos generales de la financiación no bancaria*
- ii. *Financiación no bancaria en España*
- iii. *Políticas públicas de financiación no bancaria*

2. Idea final

- i. *Exceso de ahorro en Europa*
- ii. *Política monetaria acomodaticia y bajos tipos*
- iii. *Innovaciones financieras*
- iv. *Fintech*
- v. *Unión Europea*

GRÁFICAS

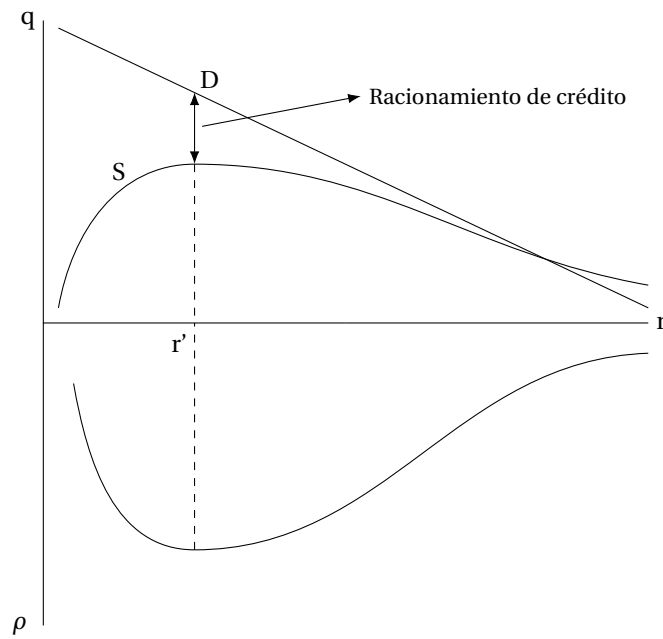


Figura I : Modelo de racionamiento de crédito en presencia de información asimétrica de Stiglitz y Weiss (1981)

CONCEPTOS

PREGUNTAS

NOTAS

BIBLIOGRAFÍA

Mirar en Palgrave:

■

Carbó-Valverde, S.; Rodríguez Fernández, F. (2015) *Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España* Cuadernos de Información Económica. Nº 247 <https://www.funcas.es/Publicaciones/Sumario.aspx?IdRef=3-06247> – En carpeta del tema

Cazorla Prieto, L. M. (2016) *Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España* Universidad Complutense. Documentos de trabajo del departamento de Derecho Mercantil. Enero 2016 – En carpeta del tema

García-Vaquero, V.; Roibás, I. (2018) *La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas* Banco de España. Boletín Económico 4/2018 – En carpeta del tema

Pellicer, M. (1992) *Los mercados financieros organizados en España* Banco de España. Servicio de Estudios Económicos, nº 50. – En carpeta del tema

SUERF, Banco de España (2018) *Financial Disintermediation and the Future of the Banking Sector* Conference Report – [Disponible aquí](#) – En carpeta del tema