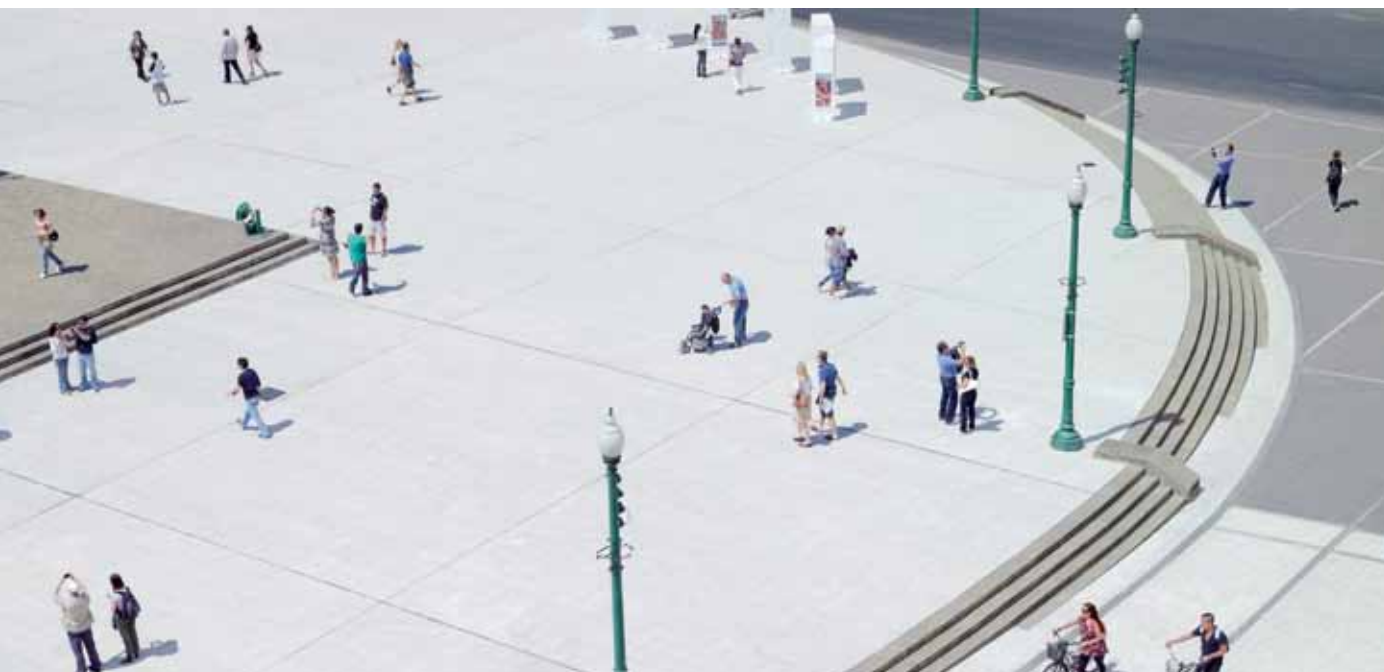


**Financiación bancaria**

*Presentación<sup>p4</sup>/Introducción<sup>p6</sup>/Los temas candentes<sup>p10</sup>  
/Índice de figuras<sup>p56</sup>/Contactos<sup>p58</sup>*

# ***Temas candentes de los Mercados de Capitales para 2013***

## ***¿Qué alternativas tengo a la financiación bancaria?***



### ***Crecimiento Inteligente***

*Un programa para apoyar a las empresas y a las Administraciones Públicas en el tránsito hacia un nuevo modelo productivo sostenible basado en la innovación, la calidad, el talento y el valor añadido.*



---

## ***Índice***

<b>Presentación</b>	<b>4</b>
<b>Introducción</b>	<b>6</b>
<b>Los temas candentes</b>	
1. Quiero salir a bolsa	10
2. Cotizo en bolsa: ¿cómo puedo hacerlo mejor?	20
3. MAB: la aportación española a empresas en desarrollo	30
4. Alternativas de financiación: Renta fija	38
5. Alternativas estratégicas: fusiones y adquisiciones	48
<b>Índice de figuras</b>	<b>56</b>
<b>Contactos</b>	<b>58</b>

# Presentación



**Carlos Mas**  
Presidente de PwC España

Los mercados de capitales nacionales deben ser un motor de desarrollo clave para nuestra economía durante los próximos años. Superados los tiempos de la desmesurada financiación bancaria y con la confianza en el punto de mira del capital, se hace precisa una reflexión en profundidad de la salud de nuestros mercados de valores y de la realidad de otros espacios de intermediación financiera que pueden postularse como impulsores del crecimiento.

Con esa intención, un equipo de profesionales de PwC relacionados con este ámbito ha generado un debate entre diversos expertos del mercado, que aportan distintos puntos de vista, todos ellos de enorme interés, sobre las diferentes fórmulas de financiación no bancaria a las que pueden acceder las empresas españolas. Como resultado de las reflexiones de todos ellos, hemos elaborado este documento, *Temas candentes de los Mercados de Capitales para 2013*, que resume los aspectos clave del presente más actual y cuya atención por parte de los agentes económicos marcará sin duda su futuro.

Llamamos la atención ahora sobre estos temas porque estamos convencidos de que serán estratégicos para salir de la crisis, que venceremos sin duda alguna potenciando el crecimiento y para lo que –a nadie se le escapa– la financiación constituye un elemento indispensable. El *Memorandum of Understanding* (MoU) firmado recientemente entre España y la Unión Europea ya apunta claramente la necesidad de un plan de

acción para fomentar la intermediación financiera no bancaria en nuestro país, incluyendo, según establece literalmente, los mercados de capitales y el capital riesgo.

De entre las aportaciones recogidas del grupo de expertos, hemos seleccionado una serie de temas que se tratan en el presente documento y que consideramos son los de mayor impacto en la actualidad. A pesar de nuestro profundo agradecimiento a quienes han colaborado desde fuera con sus aportaciones, queremos dejar claro que todo lo expresado en este documento solo compromete a PwC, sin que los participantes en el grupo de trabajo, de deliberada composición plural, se identifiquen ni con la literalidad del documento final ni con la selección de temas.

El presente informe forma parte de un proyecto de PwC llamado Crecimiento Inteligente, cuyo objetivo es contribuir con nuestro pensamiento estratégico y nuestra experiencia al desarrollo de nuestro país, anticipándonos a las claves y vectores de crecimiento sostenible en los que nuestra economía debe apalancarse. La intención que nos ha inspirado es la de contribuir y estimular el debate actual sobre los asuntos que preocupan a nuestro país de cara a afrontar el desafío de los próximos años.

Por último, PwC quiere agradecer las aportaciones de los participantes, sus conocimientos y su entusiasmo a la hora de sumar experiencias.

Para la elaboración de las propuestas solicitamos la participación de expertos de los mercados de capitales nacionales e internacionales.

**Relación de participantes externos a PwC (por orden alfabético)**

- D. Joaquín Arenas, managing director de Investment Banking de Morgan Stanley.
- D. Borja Arteaga, managing director de Rothschild Investment Banking.
- D. Íñigo Bastarrica, managing director de Equity Capital Markets del Grupo Santander.
- D. Miguel Camino, director financiero de Maxam.
- D. Manuel Conthe, consejero de Bird & Bird.
- D. Antoni Giralt, presidente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y

subdirector general de la Bolsa de Barcelona.

- D. Jesús González-Nieto, vicepresidente-director gerente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y director de desarrollo de mercado de la Bolsa de Madrid.
- D. Javier López-Belmonte, Finance Control & Logistics Operating manager de Rovi.
- D. Eduardo Martínez Cosentino, adjunto Subdirección General Tesorería de Cosentino.
- D. Javier Mata, executive director de Equity Capital Markets del Grupo Santander.
- D. Íñigo Pañeda, managing director de Rothschild Investment Banking.
- D. Hermenegildo Simón, adjunto a la Dirección General de Recursos del Grupo ZED.

**Responsables de la preparación del documento por parte de PwC**

- D.<sup>a</sup> Rocío Fernández Funcia, socia responsable de Mercado de Capitales de PwC España.
- D.<sup>a</sup> Gemma Moral Marcos, socia responsable de Asesoramiento Jurídico para el sector financiero de PwC España.
- D. Luis Felipe Castellanos, socio de Corporate Finance de PwC España.
- D. Vicente García, director de Mercado de Capitales de PwC España.

**Moderadores**

- D. Jordi Sevilla, senior advisor de PwC España, ex ministro de Administraciones Públicas.

# Introducción: ¿qué modelo de mercado de capitales tenemos y cuál necesitamos?

Los mercados de capitales nacionales han vivido un desarrollo muy significativo durante las dos últimas décadas, sufriendo luego una de las mayores crisis de su historia más reciente. Por ello, desde PwC creemos que es el momento de reflexionar, entre otras materias, sobre la situación actual, los posibles desafíos y las soluciones propuestas para los mercados de

capitales como alternativas a la financiación bancaria.

Nuestro enfoque y acercamiento hacia estos aspectos es desde el rigor, la objetividad y el optimismo.

¿Qué son los mercados de capitales? Probablemente una imagen sea mejor que mil palabras para definirlos:

Figura 1.  
El mercado de valores español: mercados regulados.

SUPERVISIÓN		CNMV			
MERCADOS/ PRODUCTOS	DEUDA PÚBLICA	DEUDA CORPORATIVA	BOLSAS		OPCIONES Y FUTUROS
	Bonos Obligaciones Letras	Pagarés empresa Cedulas hipotecarias Bonos Corporativos Bonos Titulización	Renta variable	Renta fija	Opciones y Futuros sobre Acciones y Bonos  Opciones y Futuros sobre Índices
			Acción ETF's Warrants	Renta fija privada  Deuda Pública Estado y CCAA	
SOCIEDADES U ORGANISMOS RECTORES	BANCO DE ESPAÑA	AIAF	Bolsas de Valores		MEFF
TIPO DE CONTRATACIÓN	Contratación Telefónica	Contratación Telefónica	Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia		Contratación electrónica (MEFF SMART)
		Contratación electrónica (SEND)	Mercado Electrónico Interconectado (SIBE) (SMART WARRANTS) Corros electrónicos	Mercado Electrónico Renta fija (SIBE)  Parqués Barcelona, Bilbao, Valencia	
COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN		IBERCLEAR		MEFFCLEAR	

Fuente: Bolsa de Madrid.

La propia Ley del Mercado de Valores (LMV) nos ofrece una definición de dichos mercados:

*“Son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.*

*Se considerarán mercados secundarios oficiales de valores los siguientes:*

- Las Bolsas de Valores.
- El Mercado de Deuda Pública.
- Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.
- Cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos, se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa

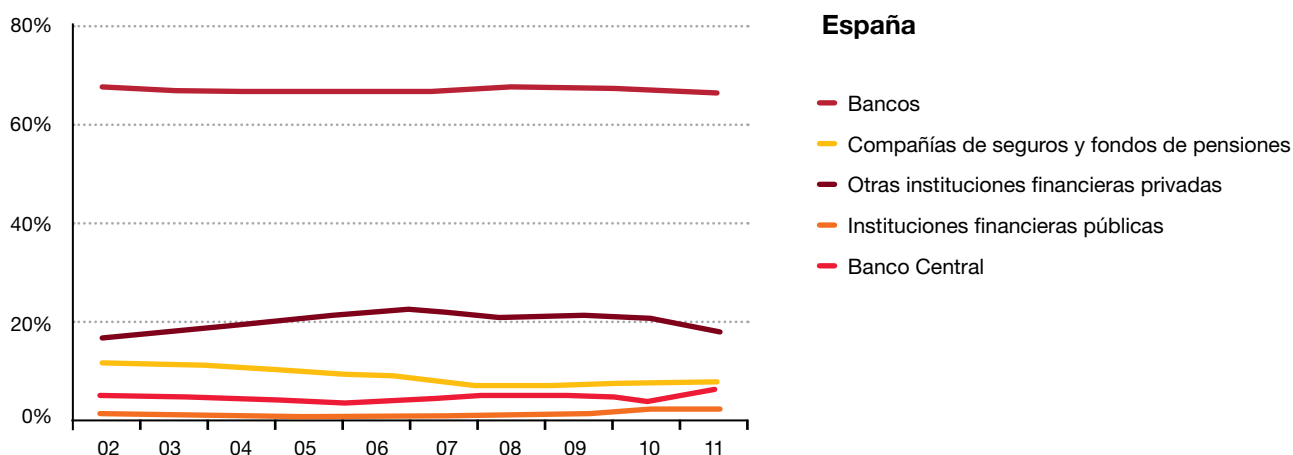
*de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia”.*

El título del presente informe sugiere algo evidente: ante las dificultades actuales para obtener financiación bancaria tradicional, las empresas necesitan explorar otras vías para financiar su actividad y crecimiento. De hecho, mientras en España más del 70% de la financiación de las empresas procede de la banca, en Estados Unidos se invierte la tendencia, y más del 80% de la financiación proviene de mercados distintos al bancario.

Queda claro que el mercado debe llenar el hueco en términos de financiación que ha dejado la banca; no obstante, las alternativas que presentan los mercados de capitales no carecen de problemas, que se agudizan cuanto menor es el tamaño de las empresas.

Figura 2.

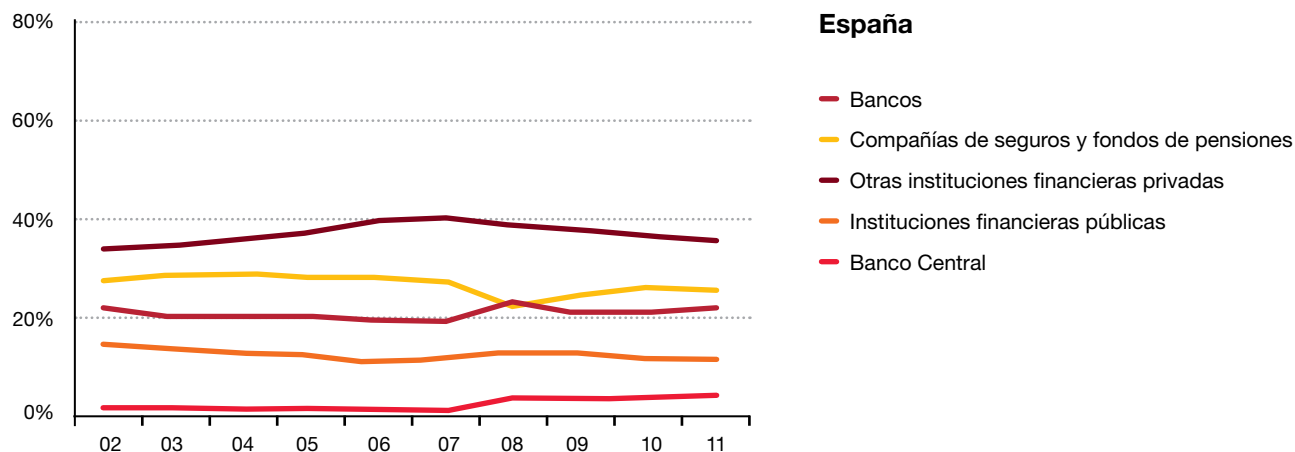
**Sector financiero español: fuentes de financiación de la economía en porcentaje.**



Fuente: Financial Stability Board

Figura 3.

**Sector financiero de EEUU: fuentes de financiación de la economía en porcentaje.**



Fuente: Financial Stability Board

Nos hemos aproximado a los mercados de capitales de renta variable, en primer lugar, desde dos ópticas naturales: las compañías que pretenden cotizar y las que ya cotizan. Ambas tienen ambiciones y dificultades comunes, que hemos tratado de definir y solucionar, respectivamente. Entre las preocupaciones, encontramos las siguientes: especificidades culturales españolas, tamaño de las operaciones y de las empresas, liquidez, comunicación e imagen y, por supuesto, una visión de la figura clave del inversor.

Volviendo al tamaño de las empresas, se dedica un capítulo específico al nuevo mercado destinado a empresas en expansión, es decir, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Parece esencial la existencia de este mercado, por la experiencia internacional que existe y por la composición particular de la industria nacional. Pero, una vez lanzado este mercado y ejecutadas las primeras operaciones, han surgido problemas y elementos a mejorar, para los que también proponemos alternativas.

En cuanto a la actividad de fusiones o adquisiciones (*mergers & acquisitions* o

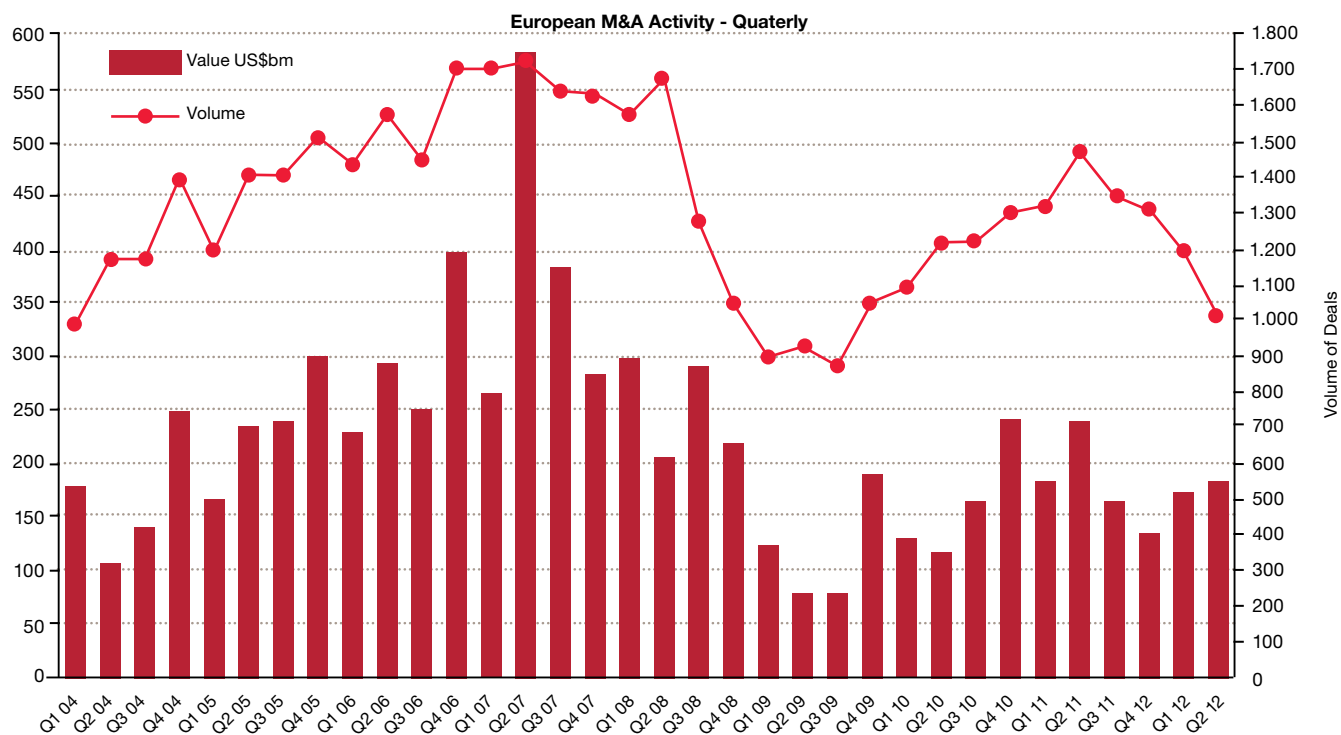
“M&A” en inglés), durante 2011 se ha mantenido estable en niveles de 2010 en términos de valor agregado, pero reportando un ligero ascenso en términos de volumen. Para 2012, como consecuencia del repunte de la crisis financiera en la Zona Euro, se espera que la actividad de M&A en Europa sea menor que los niveles del 2011 (el monto de las operaciones del primer semestre de 2012 ha caído un 16% con respecto al mismo período del 2011).

Asimismo, las emisiones de renta fija a nivel mundial sufrieron un descenso en 2011 frente al año precedente. Durante la primera mitad de 2011 fueron notables las emisiones de bonos, a lo que siguió un descenso pronunciado en la segunda mitad del año sobre todo en la Zona Euro debido a la crisis económica en Europa, y por ende, la debilidad del euro.

En PwC estamos convencidos de que después de establecer un escenario de diálogo entre todos los implicados en el proceso de crisis, hemos ofrecido una visión de conjunto que permite plantear alternativas reales a la actual situación, tomando en consideración todos los puntos de vista.

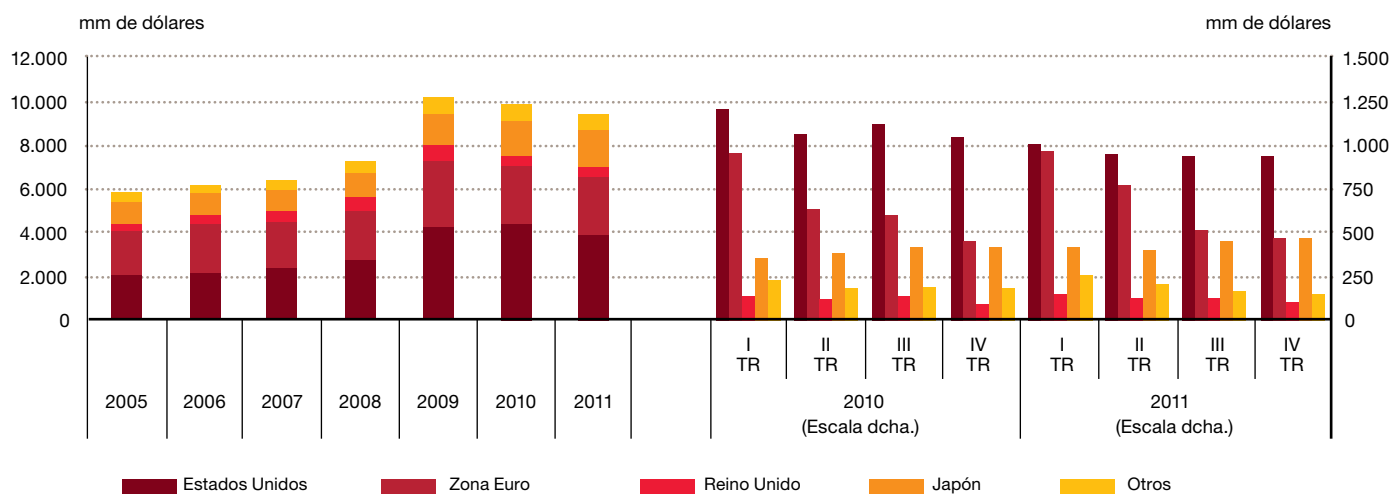


Figura 4.  
Desglose de la actividad global de M&A en Europa por valor y número de operaciones.



Fuente: Press Release mergersmarket M&A Round-up for Q2 2012.

Figura 5.  
Emisión bruta de bonos en los países industrializados, por país/región.



Fuente: Banco de España.

# 1

---

*Quiero salir a bolsa*

## Contexto

Resulta muy evidente que los mercados de capitales viven épocas turbulentas de magnitud casi desconocida en España y en el mundo. La primera impresión de los mercados que encuentran las empresas candidatas a salir a bolsa no es actualmente la mejor de las posibles, aunque es indudable que, dando la vuelta al ciclo, cuando se supere la crisis de deuda soberana, el mercado de

valores recuperará su identidad y niveles de actividad. En las próximas páginas vamos a analizar las peculiaridades del acceso a dichos mercados.

El “modelo-tipo” (no el único) de relación entre los mercados de capitales y el tejido empresarial español es el de una empresa familiar que, como siguiente fase de su proceso de desarrollo, decide dar el salto a los

Figura 6.

### Salidas a bolsa en España 2001-2012.

2012						
Empresa	Fecha	Cotización (€)			Divid (€)	Rentabilidad (%)
		Último*	Máximo	Mínimo		
Inditex	23/05/2001	80,82	82,43	62,09	6,89	506,87
Ence	10/07/2001	1,5	1,92	1,34	3,2	-64,68
Enagás	26/06/2002	14,23	14,81	12,1	4,55	204,45
Banesto	27/11/2002	2,23	4,1	2,23	2,11	-23,13
Telecinco	24/06/2004	3,73	4,76	3,3	4,99	-4
Corporación Dermoestética	13/07/2005	0,32	0,65	0,32	-	-96,48
Renta Corporación	05/04/2006	0,85	1,3	0,65	0,83	-93,63
Grifols	17/05/2006	22,4	22,4	12,87	0,61	425,87
GAM	13/06/2006	0,46	0,93	0,41	-	-94,42
Técnicas Reunidas	21/06/2006	33,22	33,22	26,7	5,64	136,18
BME	14/07/2006	15,78	20,69	13,91	9,21	-12,84
Vocento	07/11/2006	1,36	2,22	1,3	0,61	-79,64
Vueling	01/12/2006	4,25	5,78	3,92	-	-85,83
Clinica Baviera	03/04/2007	4,79	6,99	4,16	0,75	-68,97
Realia	06/06/2007	0,45	1,15	0,44	0,26	-88,25
Solaria	19/06/2007	0,74	1,15	0,44	0,26	-91,58
Almirall	20/06/2007	5,93	6,47	5,05	1,16	-47,49
Codere	19/10/2007	3,65	7,5	3,09	-	-82,62
Fluidra	31/10/2007	2,02	2,64	1,87	0,19	-65,33
Renta 4	14/11/2007	4,97	5,02	4,73	0,41	-28,74
Rovi	05/12/2007	5,14	5,17	4,51	0,49	-40,16
Vértice 360	19/12/2007	0,11	0,15	0,08	-	-94,93
CAM	23/07/2008	1,34	1,34	1,34	0,2	-72,88
Grupo Empresarial San José	20/07/2009	92,75	0,11	0,15	0,08	-90,51
Amadeus	29/04/2010	16,25	16,7	12,37	0,4	50,45
Enel Green Power	04/11/2010	1,17	1,63	1,04	0,04	-24,04
Aperam	04/02/2011	10	17,03	8,75	0,65	-62,27
DIA	05/07/2011	3,75	3,75	3,26	0,09	10,23
Bankia	20/07/2011	0,53	3,62	0,53	-	-85,89
Banca Cívica	21/07/2011	1,36	2,44	1,2	0,09	-45,48

Fuente: Expansión.

(\*) 17 julio de 2012.

mercados (sean de renta fija o variable). Pero para que ello suceda, es necesario, entre otros muchos detalles que más tarde abordaremos, un detonante. En otros términos, hasta ahora algunas empresas no se han planteado cotizar sencillamente porque no lo necesitaban.

Una sociedad cuenta con tres opciones estratégicas básicas para utilizar la renta variable: la venta a un fondo de capital riesgo, a un socio industrial, y la salida a bolsa.

- (i) Estableciendo de partida que ninguna opción es “mejor” que la anterior, (ello dependerá de cada empresa y sus circunstancias), la entrada de un *fondo de capital riesgo* proporciona, entre otras ventajas, disciplina a la gestión empresarial (dicho Fondo forma parte del Consejo, fiscaliza, toma decisiones), con lo que en estos casos es más fácil para la compañía llevar a cabo con posterioridad una posible salida a bolsa, pues ya se está “entrenado” en las exigencias de los mercados y los inversores. Ello obliga a crear y mantener una rutina de funcionamiento de la empresa de una forma próxima a la de una entidad cotizada, cuyas peculiaridades se manifestarán en el proceso de acceso a los mercados.
  - (ii) Dicho lo cual, es evidente que la entrada de un *socio industrial y/o financiero* en el capital de la compañía proporcionará otro tipo de ventajas/motivaciones, como se expone más adelante en el presente documento.
  - (iii) Existen, asimismo, factores diferenciadores de la *salida a bolsa* frente al resto de opciones, además de las ventajas y los motivos que posteriormente analizaremos:
- El efecto de reputación de “jugar en una liga de sociedades cotizadas”, lo

que proporciona más fácil acceso a potenciales socios, a otras compañías, a la banca, etc.

- En bolsa no se depende de un único inversor, sino que se cuenta con una pluralidad de ellos.
- Posibilidad de posteriores financiaciones de capital.
- Inversores sin calendario pre-establecido de salida.
- Mantenimiento de la gestión (en caso de colocación del <50% del capital).

Vamos a analizar las peculiaridades de dicho acceso a los mercados.

### **Cotizar en bolsa: ¿por qué y para qué?**

Una compañía que se plantee dar su salto a los mercados regulados de capitales de Renta Variable debe tener claros, en primer lugar y por supuesto, los motivos que subyacen a esta decisión, así como, naturalmente, las ventajas y los inconvenientes de dicha operación.

#### **Motivos para cotizar en bolsa**

Los principales motivos para cotizar incluyen:

- Financiación de crecimiento en el momento de la salida a bolsa con una Oferta Inicial de Acciones (en adelante, *Initial Public Offering* –[IPO, su denominación inglesa]), y posteriormente mediante ampliaciones de capital.
- Razones sucesorias: asegurar que la empresa va a continuar independientemente de los miembros de la familia y proporcionar valores objetivos para las entradas y salidas de nuevos accionistas.
- Necesidad de liquidez; financiación de adquisiciones; reducción de apalancamiento.
- Mejora de la estructura financiera, reforzando los fondos propios.
- Evitar la “obligatoriedad de cotizar”: se sale a bolsa porque se necesita y

porque se cuenta con las condiciones adecuadas, y nunca “porque no hay otra opción” (por ejemplo, de financiación). De ser este el caso, la operación estaría condenada al fracaso.

Una vez comprendidos estos motivos, la empresa debe ser consciente de los pros y contras de la cotización.

### Beneficios de cotizar en bolsa

Las empresas indican que en una trayectoria de crecimiento, así como para atraer y retener talento, resulta indispensable dar un decidido salto adelante, para lo cual, la bolsa supone

un gancho inigualable, que sitúa a la empresa al nivel de las grandes de su sector. Más aún, cotizar en bolsa proporciona un sello de calidad que se traduce en ganancias de reputación y fiabilidad de la compañía, además de la posibilidad de alcanzar acuerdos o realizar operaciones corporativas que no se podrían haber logrado de no cotizar en bolsa. Asimismo, la sociedad cotizada tiene a su disposición productos financieros no accesibles para las compañías no cotizadas. Por ejemplo, las *equity-lines*, o líneas de crédito, ligadas a la emisión de acciones.

La siguiente figura recoge dichos beneficios concretos:

Figura 7.

### Beneficios de cotizar en bolsa.



Fuente: PwC

### **“Inconvenientes” de cotizar en bolsa**

Entrecomillamos el término “inconvenientes” pues, si bien es cierto que salir a bolsa presenta ventajas y desventajas, es claro que los beneficios superan ampliamente a los perjuicios, como demuestran las empresas que cotizan y declaran estar satisfechas de haberlo hecho.

Entre los que llamamos inconvenientes, figuran los siguientes:

- Requerimientos de desglose de información financiera trimestral en plazos fijos.
- Requisitos de Gobierno Corporativo y otros.
- Exposición al escrutinio público de inversores, analistas, regulador y público en general.
- Tiranía del mercado al pedir continuamente la generación de beneficios crecientes: inversores que solo toleran buenas noticias; problemas de negocios muy cíclicos.

- Costes adicionales.
- Cuasi-obligatoriedad de otorgar dividendos.
- Vulnerabilidad a ofertas hostiles de compra.
- Consideraciones culturales (que detallaremos inmediatamente).

Como se ha mencionado, todos los detalles anteriores obligan a mantener cierta disciplina interna, que finalmente redundan en beneficios para la empresa: además de las mejoras en los procesos internos, produce una comunicación efectiva y a tiempo que reforzará la credibilidad de la compañía, clave para su valoración.

### ***¿Qué factores deben confluir para llevar a cabo una operación de salida a bolsa exitosa?***

Una vez analizados los motivos/ventajas e inconvenientes de una cotización bursátil, la empresa y sus



asesores deben además considerar algunos aspectos adicionales (y tal vez menos académicos) para asegurar la buena marcha de la operación:

- 1) **Presentar la imagen (real) de una empresa consolidada**, lo que incluye aportar cifras sólidas (ejercicios pasados) y un plan de negocio claro (ejercicios futuros). Asimismo, resultará clave identificar ventajas intrínsecas que sustenten el *Equity Story* o historia empresarial relacionada con la acción que va a cotizar.
- 2) **Elegir el momento adecuado para saltar al mercado**. Aprovechamiento de las ventanas de liquidez: las empresas que actualmente quieren y pueden salir a bolsa se encuentran con que no es el mejor momento de mercado.
- 3) **Llevar a cabo un proceso interno adecuado de preparación**, minucioso, y manteniendo en todo momento el control interno del proceso.
- 4) **Determinar la valoración y la demanda adecuadas**. A veces la situación no es tan sencilla o automática como “vendo mi empresa al candidato comprador que me ofrece una valoración más alta”, ya sea este inversor institucional, *Private Equity* (PE) o industrial. Posiblemente merezca la pena, en cambio, acometer una salida a bolsa, aceptar de partida una valoración de mercado algo inferior a la que se pretende, pero sabiendo que en una situación normal de mercado sería esperable que dicha valoración crezca en no demasiado tiempo.
- 5) **Asegurar una liquidez suficiente**: en este sentido, los grandes inversores son los que marcan tendencia. El mercado institucional es muy selectivo y globalizado, y hay

que aceptar que la evolución de la empresa depende en gran medida de dicha inversión.

- 6) **¿Dónde cotizar?** Aspecto clave a la hora de considerar la salida a bolsa: este incluye la posibilidad cada vez más real, lógica y utilizada de cotizar en un mercado distinto de origen: si el valor no es reconocido en dicho mercado, y las posibilidades de cotizar “nacional” no existen, la maquinaria de la compañía no puede detenerse y busca mercados más receptivos. De hecho, algunas compañías españolas ya cotizan en otros mercados y hay muchas otras que lo están considerando.

En este sentido, resulta crucial subrayar la necesidad de establecer incentivos para cotizar en la Bolsa nacional, como existen en otros países (EEUU, México, Brasil...; aspecto ubicado en el marco de un análisis global de características de cada mercado.

Los aspectos comentados hasta ahora son relativamente universales, pero resulta obligado analizar el caso español en particular.

***El informe de PwC “¿En qué mercado cotizar?”, explica las diferencias, ventajas y desventajas entre los mercados de capitales mundiales y sus diferentes plazas para determinar cuál es el que mejor se adapta a las necesidades únicas de la compañía***

***EE.UU:** el Congreso de EE UU aprueba la Ley Jumpstart Our Business Startups (JOBS). Su objetivo es crear una llamada “IPO on-ramp” para las compañías de crecimiento con menos de \$1000m (ingresos año fiscal previo), que aligera los requerimientos relacionados con el registro de la posible oferta ante el regulador SEC.*

***México:** la Bolsa mexicana (BMV) ha diseñado el Programa de Facilidades y Servicios en que se reducen las cuotas de inscripción y mantenimiento de las nuevas empresas que decidan salir a los mercados de capitales. Además, se ha establecido el Programa de Deuda para Empresas Medianas, que financia la institucionalización del gobierno corporativo en las empresas a través del pago de servicios profesionales y el equipamiento de sistemas que ayuden a fortalecer a la empresa para convertirla en candidata a emisión de deuda.*

***Brasil:** es importante destacar la internacionalización de la Bolsa brasileña “BM&FBOVESPA”, orientada no solo a atraer empresas brasileñas, sino también no nacionales. BM&FBOVESPA creó los segmentos diferenciados de cotización, Novo Mercado, Nivel 2 y Nivel 1, que contribuyeron a la recuperación del mercado de capitales brasileño como fuente de financiación para las empresas. El resultado fue el significativo aumento del número de OPVs.*



### ¿Cuáles son las especificidades culturales de España en el contexto de unos mercados de capitales internacionales?

Los expertos al respecto indican que las empresas nacionales no han salido a bolsa porque sencillamente no les ha hecho falta, resultado de lo cual –entre otros motivos que analizaremos– es que el porcentaje de compañías cotizadas en España es claramente bajo respecto a otros países.

Detallando más este enfoque, mostramos en la figura 8 el número de compañías cotizadas de las principales bolsas mundiales en valores absolutos.

En este contexto mundial, detectamos que España presenta algunas barreras específicas: no es normal que países con parámetros de medida similares o inferiores a España disfruten de un

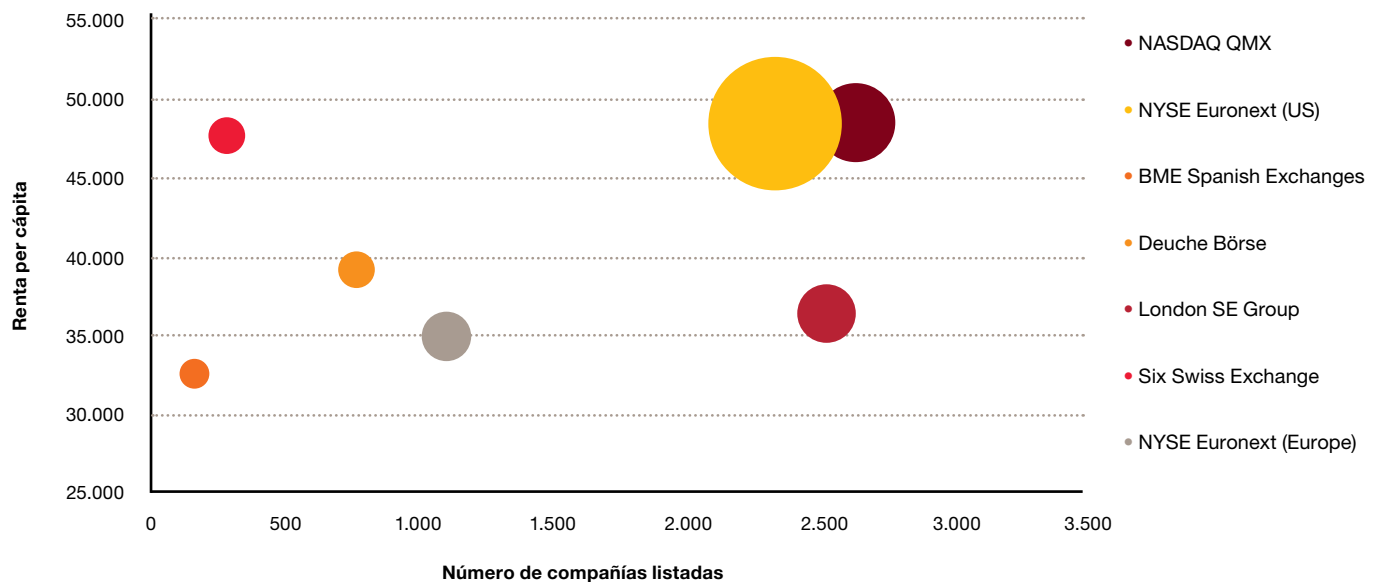
número mucho mayor de empresas cotizadas.

Hemos comparado España (PIB \$1,4trn 2011, según IMF) con países con nivel parecido de PIB (Rusia, Canadá, Australia, México, Corea del Sur). En prácticamente todos los casos, el número de compañías cotizadas en sus Bolsas supera ampliamente las cotizadas españolas. El comparable más directo de ellos podría ser un país con población similar a la española: Corea del Sur (50 millones de habitantes), es decir, prácticamente idéntico PIB per cápita que España. La Bolsa de Seúl cuenta con 1.795 compañías cotizadas vs. 167 en España: esta diferencia es demasiado significativa.

Continuando con la casuística española, las bolsas nacionales muestran una actividad de acceso muy errática de un año para otro, percibiéndose un

Figura 8.

**Renta per cápita (miles de dólares) vs número de compañías cotizadas vs capitalización de mercado.**

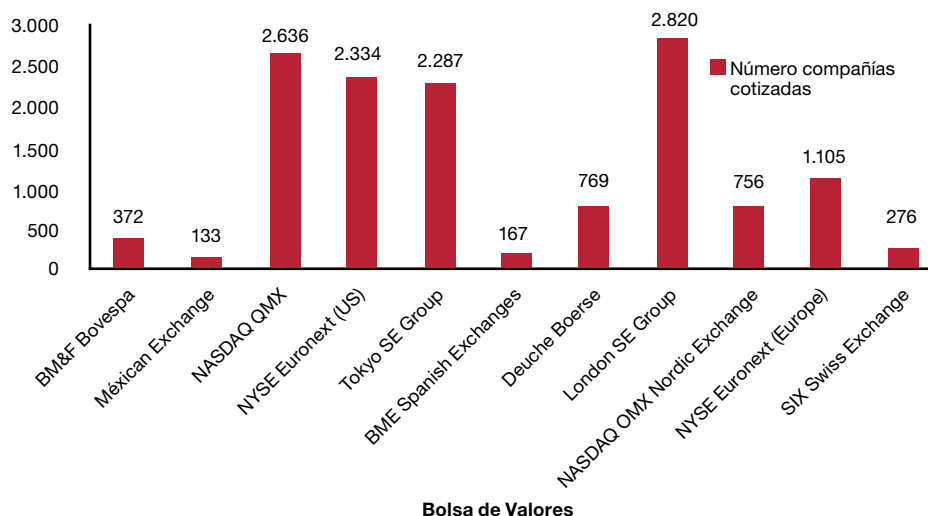


Nota: El gráfico muestra la renta per cápita (RPC) de cada uno de los países (eje Y), de ahí que los círculos NASDAQ y NYSE se encuentren a la misma altura (RPC \$48.442); por otro lado, se muestra el número de compañías cotizadas (eje X). El tamaño de los círculos dibujados a escala muestra la capitalización de cada uno de los mercados.

Fuente: WFE, World Bank, PwC.



Figura 9.  
Número de compañías cotizadas.



Fuente: WFE, World Bank, PwC.

desequilibrio excesivo: se suceden años de muchas salidas a bolsa y otros con ninguna.

Causas que pueden explicar todos estos inconvenientes incluyen:

- El **reducido nivel de internacionalización** que presentan las empresas españolas (tendencia que desde hace un tiempo se intenta corregir). Una empresa con excesivo foco doméstico tiene más difícil atraer al inversor no doméstico.
- La **preservación de la intimidad de la empresa** (por ejemplo, cerrar sus consejos a personas/instituciones externas). En otras palabras, para un empresario español, detallar y ofrecer información interna –algo necesario en una IPO– resulta de inicio algo “incómodo”. El factor psicológico que implica “dar la cara” parece ser una peculiaridad nacional, que no se

aprecia de forma tan acusada en otros mercados como Estados Unidos y Gran Bretaña. Consideramos que es necesario en este punto una labor de educación y preparación de las empresas mostrándoles lo natural, pero injustificado, que es el temor a mostrar información, pues ello redundará en la captación de confianza de la comunidad inversora y, por ende, en mayores posibilidades de inversión.

- **Desconocimiento** sobre los detalles que implica la cotización. Algunas encuestas sobre este aspecto muestran respuestas erróneas que denotan gran desconocimiento: por ejemplo, “no salgo a bolsa porque no quiero perder el control de mi empresa”.
- **Desarrollo tardío**: en la década de 1980 y los primeros años de 1990 apenas había operaciones IPO en España –cuando sí las había en Europa y USA–, y su estructura era muy

diferente a la actual, como se plasma en los folletos de las operaciones. Durante dichos años, el mercado bursátil comenzó a contar con agentes profesionales de los mercados de valores y con el interés por parte de los agentes económicos.

- En España, gran parte de su industria proviene de **monopolios** que habían previamente aglutinado sectores. Parte de dicho tejido empresarial era elegible para cotizar en los mercados, pero acabó siendo absorbido por grupos industriales, como por ejemplo, Inespal, Enatcar, etc.
- Nuestro mercado no estaba inicialmente preparado para recibir **empresas pequeñas o medianas**. Al igual que sucede en la actualidad, el trabajo de salir a bolsa era exactamente el mismo independientemente del tamaño de la empresa, ya que los costes de la operación en relación al porcentaje de capital que salía a cotizar

eran demasiado altos. El MAB –véase sección 3– ha nacido para resolver estos inconvenientes, junto con el paulatino acceso al mercado por parte de empresas.

Es de todos sabido que el tejido empresarial español está formado mayoritariamente por empresas pequeñas y medianas (en inglés, *Small and Medium Enterprises* –SME–), frente a pocas grandes corporaciones. Por otro lado, es un hecho que el *pipeline*, o número de empresas –SME en su mayoría– con ambiciones de cotizar, es muy nutrido: las compañías hoy sí quieren salir a bolsa. Ello garantiza una significativa representación del tejido empresarial en bolsa a medio plazo cuando los mercados lo permitan.

Dicho lo cual, en conclusión, ¿se encuentran consolidados los mercados de capitales nacionales? Desde PwC creemos que sí. ¿Precisan de mejoras y de desarrollo? Indudablemente, también.



## ***Principales conclusiones***

- 1.** Salir a bolsa debe ser (al menos en su consideración) un paso necesario en la vida de toda compañía.
- 2.** Junto con la elección del momento de mercado adecuado, la compañía debe llevar a cabo una indispensable preparación.
  - a. Existen unos motivos claros para iniciar una salida a bolsa justificadamente frente a otras opciones.
  - b. Las ventajas de dicha opción superan ampliamente a los inconvenientes.
  - c. La preparación de la IPO/salida a bolsa es indispensable para asegurar el éxito de la misma y debe ser acometida con antelación y rigor.
- 3.** En España existen algunas razones intrínsecas que diferencian los mercados de capitales nacionales frente a los internacionales. Tenerlas identificadas será el primer paso para corregirlas.
  - a. Necesidad de mayor internacionalización.
  - b. Excesivo interés por la preservación de la intimidad de la empresa, que se puede paliar mediante la acción de los agentes interesados.
  - c. Conjunción de desconocimiento del producto, con cierta falta de desarrollo histórico, que a medio plazo es natural que se cubra mediante la internacionalización.
  - d. Existe un desfase de desarrollo difícil de justificar frente a otros mercados comparables, que igualmente se solucionará a medida que las SME españolas vayan accediendo a los mercados. En este sentido, el MAB jugará un papel clave.



# 2

---

***Cotizo en bolsa: ¿cómo puedo hacerlo mejor?***

Los inicios de las operaciones de salida a bolsa presentan distintos grados de éxito, lo que no condiciona necesariamente la andadura posterior de la empresa en bolsa. Esta trayectoria incluye lógicos altibajos y más o menos largas tendencias al alza o a la baja, a veces inexplicables desde el mero punto de vista empresarial. Dejando claro que el primer objetivo de la empresa cotizada es maximizar el valor de sus accionistas a través de la mejora de la capitalización de la compañía, hemos de identificar otros aspectos a considerar, dentro del objetivo general de mejorar la andadura en bolsa.

### Tamaño

Empresas con mayor tamaño tienden a presentar menores oscilaciones en el precio y mayor liquidez, pero esta no es una variable “absoluta” en sí misma: por ejemplo, la compañía no va a llevar a cabo ampliaciones de capital ni va a cerrar operaciones para crecer inorgánicamente solo por este motivo. ¿Qué podemos hacer entonces al respecto?

Los siguientes apartados nos indicarán técnicas para encaminar este objetivo.

### Liquidez

Los factores que afectan, entre otros, a la liquidez de las compañías cotizadas son:

- **Free float:** aunque está claro que el free float –o acciones que cotizan libremente en el mercado– de una compañía cotizada varía con el tiempo y depende de la estrategia financiera de la compañía, no cabe duda de que el mayor porcentaje de *free float* coincide con una mayor liquidez de la compañía.
- **Fuerte cobertura de análisis:** la parte difícil de este apartado es captar genuino interés en los *brokers* o intermediarios para lograr la cobertura analítica del valor: es natural que este aspecto requiera de atención primordial en el mismo momento de la IPO, pero más importante aún es mantenerlo en el tiempo mediante el

buen funcionamiento del área corporativa de Comunicación y un adecuado manejo de acciones (*Investor Day*, presentaciones, *conference calls*, *roadshows*...).

- **Flujo de noticias/estrategia de comunicación** punto que se aborda más adelante en un apartado específico.
- **Inclusión en los índices:** coincidimos que es mejor para una compañía formar parte de un índice que no estar incluido en él. Pero no debemos pensar solo en Ibex, pues la Bolsa española ofrece otros índices (Small & Medium Caps, IGBM, ITBM) igualmente a considerar. En relación con todos ellos, resulta clave para las compañías conocer los criterios de selección de los valores (para lo que la liquidez y el *free float*, de nuevo, son cruciales).

Por supuesto, existen factores exógenos que escapan al control de la compañía, aunque esta sufre sus efectos, en ocasiones negativos: variables macroeconómicas, esquema regulatorio, medidas fiscales, etc. En este sentido, el ejercicio 2012 ha producido muchas noticias regulatorias al respecto, entre las que destacamos:

1. **Prohibición de compraventas de acciones a corto de las compañías** “con el fin de asegurar el mantenimiento de la estabilidad financiera”. La CNMV ha determinado extender dicha prohibición hasta el 31 de enero de 2013.  
  
Creemos que en caso de levantarse finalmente la prohibición –como ha hecho Italia– se podría producir cierta presión vendedora a corto plazo, en particular en el sector financiero, dadas las revalorizaciones de sus *stocks* desde el inicio de dicha prohibición.
2. **Proyecto de Ley de reforma fiscal para el año 2013**, que haría que las ganancias patrimoniales generadas el

primer año tributarán al tipo marginal del contribuyente persona física. En la actualidad la venta de acciones tributa al 21%, 25% o 27% según los tramos. La reforma implica que las plusvalías generadas el primer año tributarán al tipo marginal, lo que implica un rango en función de la renta entre el 24,75% y el 52%.

3. Planteamiento de la introducción para el año **2013 de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras**, que podría seguir el modelo francés gravando las compras de acciones; pese a que esta iniciativa parece haberse parado tras el acuerdo de España de adherirse al procedimiento de Cooperación Reforzada entre once países de la UE para la adopción de un Impuesto común sobre las transacciones financieras a partir de 2014.

A primera vista no parece que estos cambios vayan a mejorar a corto plazo los volúmenes de contratación bursátil, con lo que la estimación es que el mercado nacional siga estando muy detrás de otros mercados, como el de Estados Unidos o Gran Bretaña, de ahí que sea necesario considerar este punto (véase más adelante en el capítulo dedicado al inversor) y proponer actuaciones para mejorar. Es evidente que una vez que la compañía cotiza en bolsa, cuenta con una vía adicional de financiación a través de las **ampliaciones de capital**, que tal vez

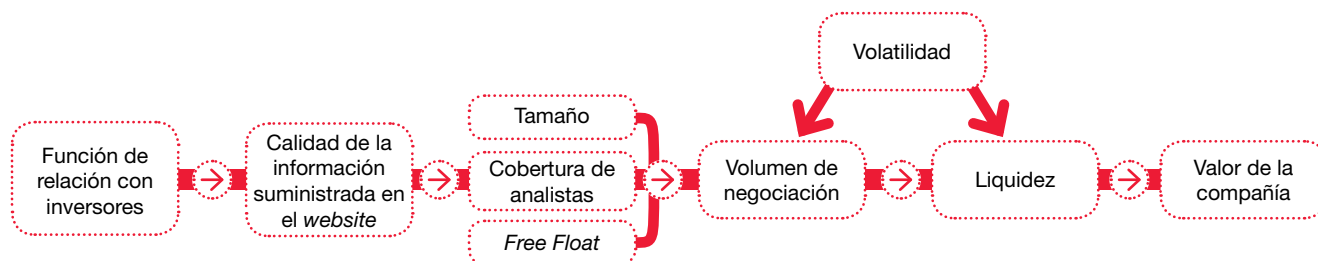
sería deseable se utilizara con más frecuencia; dicho lo cual, la actividad es significativa: los flujos canalizados a bolsa de compañías cotizadas en mercado mantienen un nivel elevado de actividad en forma de dividendos y ampliaciones de capital. Hasta septiembre de 2012, la cifra total de flujos capitalizados por alcanzó los 25,613 millones de dólares. Y, en definitiva, el mercado y los inversores siempre van a proteger más a la compañía si perciben fortaleza y solvencia en la misma; en otras palabras, cuanto más sólida sea su base de capital.

No es intención del presente documento profundizar en este tipo de operaciones, pero es claro que en el desarrollo natural de una empresa se encuentra acometer nuevos proyectos e inversiones, lo cual implicará lograr nuevos recursos que deberían incluir una adecuada combinación de deuda y capital. En este último caso, tendría todo el sentido considerar aumentar su capital, bien emitiendo acciones nuevas o aumentando de valor las existentes, abordando, entre otros muchos aspectos (en qué consiste la operación, términos económicos, destino de los fondos), si los accionistas existentes deciden mantener su derecho de suscripción preferente o renuncian a él.

### **Comunicación con el mercado**

Dicha función es responsabilidad del Departamento de Relación con Inversores (RI) de cada compañía. Además de cumplir con las obligaciones normativas

Figura 10.  
**Relación con inversores y website, clave en la imagen y valor de las compañías.**



Fuente: PwC.

de información, este Departamento cumple un papel clave en la gestión de las expectativas de los inversores y analistas que cubren la compañía.

Y lo que es más importante, creemos que la información que proporciona la compañía está relacionada en último término con la propia valoración de la misma.

Cobra capital importancia la gestión adecuada de la información proporcionada, así como su soporte, entre otros aspectos: el diseño de la página web (dentro de la web corporativa de la empresa) dirigida a los inversores, sin olvidar las herramientas de contacto que proporcionan las redes sociales.

### Los analistas

Caras visibles de los *brokers*

–Sociedades y Agencias de Valores–, su labor resulta fundamental en la puesta en contacto de compradores y vendedores mediante el seguimiento de los valores cotizados y la publicación de informes sobre estos, incluyendo una recomendación sobre la acción y el precio. En otras palabras, el papel del analista es proporcionar información al mercado. El analista, usando su experiencia, analiza la compañía, su sector y el grupo de compañías comparables, y estima las cifras de beneficio y valoración. Su función resulta

crucial, pues suple al inversor institucional, librándole de la tarea de analizar el valor por sí mismo. En España se encuentran inscritas en la CNMV actualmente 91 agencias de valores.

En la figura 11 se muestran los ocho mayores intermediarios de operaciones bursátiles en España un día cualquiera de cotización.

En lo más crudo de la actual crisis, los equipos de análisis parecen ser uno de los grandes afectados por el descenso del volumen negociado y, por ende, de las comisiones por operación para sus entidades: la consecuencia natural es la reducción del tamaño de los equipos y, en casos más extremos, el traslado de dichos equipos a otras localidades (Londres, por lo general) o el cierre de los mismos.

Claramente, el trabajo del analista no presenta las mismas características en mercados con tendencias claras alcistas o bajistas como el actual. En caso de alzas, la Banca de Negocios, los medios de comunicación y los inversores presionan a los analistas para cubrir más compañías, especialmente, las de mayor tamaño. Cuando los mercados empeoran y los inversores pierden dinero, es natural la búsqueda de culpables y su identificación en la Banca de Negocios: sucedió en Estados Unidos en las crisis de los 1930 y 1970.

Figura 11.

**Los protagonistas de la Bolsa española.**

LOS PROTAGONISTAS DE LA BOLSA ESPAÑOLA					
Los valores más negociados		Los operadores más activos		Mayores aplicaciones	
Titulos		Euros	% tot. merc.	Titulos	
B. Santander	45.076.305	Banco De Sabadell S.A	701.897.000	Amadeus It Holding	6.000.000
B. Popular	44.510.308	Banco Bilbao Vizcaya Argen	489.885.000	Repsol	6.591.600
Bankia	25.835.974	Credit Suisse Securit Sv	407.845.000	Ferrovial	7.000.000
BBVA	22.331.430	Santander Invest Bolsa Sv	283.361.000	Ferrovial	7.000.000
Iberdrola	18.680.935	B. Espirito Santo Invest	259.760.000	Mapfre	24.500.000
Telefónica	14.929.641	Cortal Consors Sucursal En Es	212.540.000	B. Santander	8.037.225
B. Valencia	10.073.267	Intermoney Valores	185.646.000	Repsol	2.839.821
Repsol	7.666.763	Ste Gen Sucursal Esp	139.088.000	Amadeus It Holding	2.108.317

Fuente: Expansión 3 de diciembre de 2012.



## Los reguladores

El actor clave en este punto es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en estos. Su objetivo es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores.

No resulta fácil “catalogar” el papel de la CNMV: ¿cuál es o cuál debería ser? ¿Profesor, médico, policía, enfermero? ¿Le corresponde imponer disciplina, tratar las indisciplinas o ambas cosas?

Algunos profesionales opinan que se trata de un organismo que necesariamente ha de tener aversión al riesgo, lo que condiciona todo su comportamiento. Su función no es llenar las bolsas de compañías, sino fiscalizar que las que salen lo hacen cumpliendo adecuadamente los requisitos, por lo que es dudoso que los incentivos para incrementar la actividad y utilidad de la Bolsa española tenga que venir de la mano del Regulador.

Sin embargo, todos coinciden en que su labor es crucial para la reputación del mercado, pero no siempre la imagen que se ha transmitido ha sido la más positiva. Es evidente que los recientes escándalos en el sector financiero han empañado la confianza en la actuación de todas las instituciones relacionadas, incluyendo la CNMV, por lo que la Comisión tiene por delante el reto de restaurar la confianza como institución independiente y garante de los derechos del inversor en un mundo global, donde se espera que las prácticas supervisoras estén armonizadas.

## El inversor

En este contexto cobra capital importancia la figura del inversor, entre los que hay que diferenciar:

- Institucional: necesita menor esfuerzo de *marketing* para el emisor, agiliza los trámites y se acerca a la empresa con anterioridad a la operación.
- Minorista: aumenta la visibilidad de la transacción, es la razón de ser de un mercado público y, por tanto, la CNMV aplaude que toda IPO incluya un tramo minorista, si bien este cuenta con mayor protección, al tiempo que contribuye a mejorar la liquidez de los títulos.

Es posible que exista un grupo intermedio de inversores no cubiertos, con poder adquisitivo mayor que los minoristas, pero no tan organizados como los institucionales.

Otra división natural es:

- Nacional: ya tiene cierto conocimiento de la realidad empresarial local y cierta cercanía a la empresa.
- Internacional: ofrece una visión más amplia del negocio y del sector.

1. La principal preocupación del inversor institucional, junto con la capacidad de revalorización de la compañía, es la sostenibilidad del modelo de negocio. En concreto:

- Tamaño.
- Solidez de balance y cuenta de resultados.
- Internacionalización,
- Liderazgo sectorial/de nicho.
- *Equity story*.

El inversor examinará con ojo muy crítico cada uno de estos puntos, y llevará a cabo una especie de estrés test para comprobar la solidez de dichos puntos. No olvidemos que el inversor cuenta con muchas opciones de inversión, tanto sectoriales como geográficas.

La información pública disponible no presenta a España como uno de los



destinos más amables para recibir inversores, según se desprende de la figura adjunta (World Bank).

Dichos resultados suponen una clara llamada de atención para que España solucione las posibles dificultades que provocan que el inversor se sienta desprotegido, máxime si por delante de España se encuentran otros países con menor tradición bursátil y de teórico menor desarrollo, como por ejemplo, Namibia o Tayikistán.

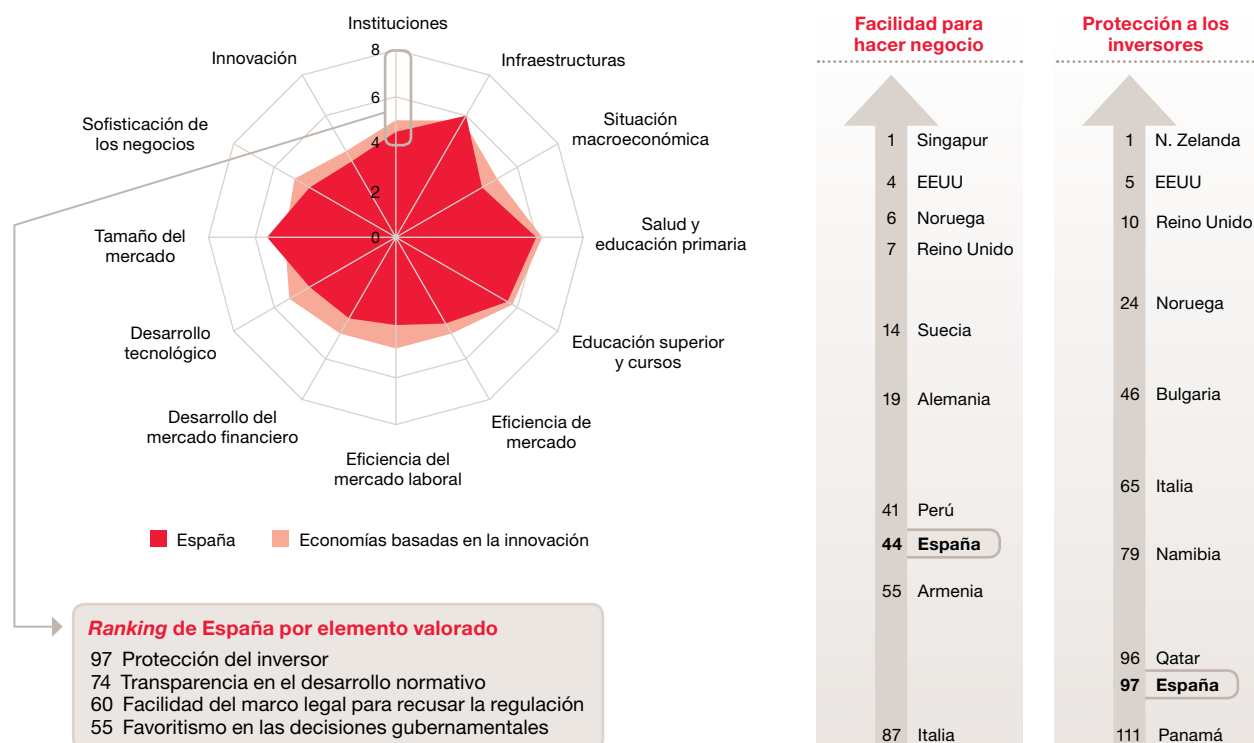
En un primer lugar, el inversor opina que el desarrollo normativo nacional no es lo suficientemente transparente, ya que nuestro marco legal le parece que presenta algo de confusión, además de un mercado laboral rígido, y percibe favoritismo en la toma de ciertas decisiones gubernamentales.

Asimismo, considera que las actuaciones judiciales son muy dilatadas en el tiempo y demasiado costosas.

Además, el World Economic Forum menciona un aspecto adicional que no facilita la fluidez de la inversión hacia España, en lo relativo a la contundencia de la protección legal de los inversores frente a la eventual gestión indebida de activos empresariales por algunos directivos.

La solución natural corresponde a los poderes legislativo y judicial, aumentando la protección a inversores y endureciendo la legislación para penalizar comportamientos indebidos, ya que el inversor quiere participar en un escenario en el que:

Figura 12. Posición de España en el ámbito institucional a nivel global (izquierda) y atractivo para inversores (derecha).



Fuente: World Economic Forum, Banco Mundial, análisis de PwC.

- Recibe información financiera en la que puede confiar.
- Tiene la posibilidad de participar en algunas decisiones que toma la compañía sin necesidad de ser accionista mayoritario.
- Los ejecutivos son responsables judicialmente de sus actos.

2. En cuanto a la figura del **inversor minorista** (tan importante en algunas operaciones), presenta en la actualidad síntomas de agotamiento, debido sin duda al desencanto producido en inversiones en las que los retornos no alcanzaron lo anunciado por el emisor.

El pasado reciente nos demuestra que la renta variable es un producto arriesgado para el inversor minorista, que a través de sucursales bancarias y asesores financieros era atraído a participar en salidas a bolsa. Es

posible que en el futuro suceda como en Gran Bretaña, Alemania y Estados Unidos, donde el banco vendedor orienta, pero no recomienda la compra de acciones de compañías en bolsa, siendo esta una iniciativa directa del cliente minorista.

### **¿Es necesaria una Bolsa Europea? La alternativa de cotizar en otros mercados**

Los antecedentes parecen indicar que sí, que dicha bolsa supranacional / multinacional terminará existiendo, incluyendo una regulación unificada, mayores posibilidades de acceso a inversores y menores costes.

Actualmente las bolsas sienten la necesidad de proporcionar la ejecución más rápida de órdenes, acceso a más mercados y ofrecimiento de más productos. Estos objetivos podrían lograrse con mercados mayores y más globalizados.



No obstante, dicho propósito encuentra dificultades y la actual coyuntura de crisis no parece ser el marco idóneo para abordarlo. El sector vivió entre 2007 y 2009 una fase de consolidación con varias operaciones culminadas. Desde entonces, ¿caminamos hacia una segunda fase? Probablemente sí, y no solo en Europa, sino también en América y otras plazas, lo que no implica necesariamente que todos los mercados existentes tengan que fusionarse.

La última operación –relevante– del sector fue el intento de fusión entre Deutsche Boerse y NYSE, abortada finalmente debido al veto impuesto por la UE, basado en la excesiva cuota de mercado que presentaba el segmento de derivados.

Partimos de la base de que es indispensable que la regulación europea esté homogeneizada para evitar

discriminaciones de unos mercados con respecto a otros. En este sentido, no olvidemos que las propias Sociedades Rectoras de algunas bolsas, cotizan asimismo en bolsa, compitiendo con el resto de valores y en particular con los más próximos a ellos: compañías gestoras de activos cotizadas.

Ello significa, entre otros aspectos, que sus cotizaciones se ven igualmente afectadas por los vaivenes del mercado. Tomando las palabras de un *broker*, “la incertidumbre regulatoria pesa negativamente en las valoraciones de las bolsas”. Para ser precisos, con el propósito de avanzar en dicha consolidación, los expertos opinan que hay que tener en cuenta de partida varios factores de cada uno de los mercados implicados, entre los que se incluyen: actividad de Banca de Negocios, precio de los activos y volatilidad, volúmenes de trading y “funds flow”, y brokerage para el segmento minorista.



Como españoles, es inevitable aplicar estos factores a nuestras bolsas (BME) y preguntarnos: ¿es bueno que BME se haya mantenido y se siga manteniendo independiente? (Se rumoreó en su día la unión Deutsche Börse-BME).

Probablemente sí sea positivo (para ella misma) que BME siga sin fusionarse. BME es claramente una de las mejores compañías del sector:

- Posicionamiento de mercado: (c95% cuota en el Mercado español de valores.
- Eficiencia: c65% margen EBITDA y c95% ROIC 2012E.
- Capacidad de generación de caja (su beneficio neto debería traducirse casi en su totalidad en flujo de caja libre).
- Solidez de balance: más de €250m en caja neta 2012E.

Como se ha dicho, las operaciones anunciadas buscan mejorar la eficiencia de la entidad fusionada, por medio de recortes de costes (por ejemplo, duplicidades IT). Las ventajas indudables de BME podrían dificultar la generación de sinergias (¿va a estar mejor BME fusionada que no fusionada?).

### **Una mirada hacia el futuro: ¿cuáles son las perspectivas de la bolsa?**

No debemos olvidar que los mercados bursátiles atraviesan constantes ciclos, más o menos duraderos en el tiempo, y que la presente crisis finalizará, aunque la cuestión es saber cuándo. Encuestas entre inversores llevadas a cabo por bancos de negocios internacionales concluyen que:

- La gran mayoría de los inversores (81%) considera que la renta variable será el activo que mejor comportamiento muestre durante los próximos cinco años, incluso durante 2013. La siguiente opción de inversión son los bonos corporativos.
- En cuanto a las valoraciones, en sus informes estratégicos, los *brokers*

consideran que los activos están baratos y recomiendan un peso creciente de renta variable en las carteras de sus clientes.

- El principal riesgo macro (político y de crecimiento) continúa siendo la Zona Euro, pero, sorprendentemente, crecen los inversores que trasladan sus preocupaciones hacia China.

Sin embargo, la lógica del corto plazo se impone y es evidente que hemos de resolver en primer lugar una serie de problemas para consolidar el futuro, sin cuya solución la inversión seguirá sin dinamizarse. Básicamente:

- Estabilizar la Zona Euro.
- Solucionar las crisis de deuda soberana de los países europeos periféricos.
- Mitigar los problemas de confianza.

Finalmente, un elemento clave no mencionado hasta ahora: la cotización en bolsa de la compañía se espera que mantenga –dentro de los ciclos y oscilaciones naturales– una trayectoria positiva, no solo en términos de precio sino también de liquidez. Para ello, es necesario contar con ayuda de todos los actores involucrados, empezando por la propia empresa y continuando por los *brokers*, los bancos de negocios, los inversores y las consultoras.

En este sentido, como ya hemos indicado antes, resulta de capital importancia para la empresa establecer y mantener un departamento de Relación con Inversores eficiente, que sea capaz de transmitir la naturaleza, las cifras y los planes de negocio de la compañía de forma creíble para inversores y para grupos de interés.

No olvidemos que para una empresa cotizada la vida empieza cuando la operación IPO termina.

---

## **Principales conclusiones**

- 1.** Tamaño y liquidez son factores claves, entre otros, a monitorizar para gestionar una adecuada trayectoria de la compañía en bolsa.
- 2.** Para profundizar en lo anterior, la función de relación con inversores juega un papel crucial, para lo que debemos identificar aspectos a mejorar, en particular: materiales de presentación, página web y *roadshows*.
- 3.** La CNMV juega un papel crucial en la generación de confianza que cabría considerar potenciar, pero sin obstaculizar la agilidad de las Bolsas españolas.
- 4.** Los organismos internacionales nos indican que el inversor no percibe España como un lugar donde su inversión se sienta protegida, por lo que corresponde a los reguladores su solución.
- 5.** En su proceso de consolidación, las bolsas caminan hacia más operaciones de concentración, lo que no tiene que afectar necesariamente a BME.
- 6.** Las perspectivas de futuro de los mercados son positivas, una vez solucionados los problemas de confianza actualmente existentes.

# 3

---

## ***MAB: la aportación española a empresas en desarrollo***

## Contexto

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un mercado de valores dedicado a empresas de reducida capitalización, las cuales pretenden expandirse. El MAB ofrece una alternativa de financiación frente a las actuales restricciones del crédito bancario. Dicho mercado proporciona a estas empresas una regulación diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características. En resumen, el MAB proporciona a las PYMES financiación mediante capital, junto a más visibilidad, liquidez y una valoración de mercado.

El MAB inició sus operaciones en 2009, y cuenta en la actualidad con 21 empresas cotizando. En este tiempo se han obtenido más de 100 millones de euros de financiación, incluyendo varias ampliaciones de capital (ocho operaciones) y algunas operaciones utilizadas para crecer mediante fusiones (siete operaciones).

Debe quedar claro desde el principio que el MAB no es un apéndice de menor rango del mercado principal. Fundamentalmente se trata de otra bolsa de valores aunque técnicamente no lo sea. La razón de ser del MAB es llenar un hueco existente en España, que ya está cubierto en otros mercados (inglés, francés, nórdicos, etc.) y que por los aspectos desarrollados en los capítulos anteriores reviste gran importancia: facilitaría que más sociedades de reducida capitalización tuvieran acceso a financiación vía recursos propios.

Un punto a destacar, por parte de las compañías en términos de acometer la salida a bolsa, es no estar sometidos a la supervisión directa del proceso por parte de la CNMV, lo que simplifica los trámites de acceso. Aunque, como sucede con el resto de mercado de capitales, una planificación inteligente aconseja que la empresa deba

prepararse lo antes posible, especialmente en épocas de crisis, para que cuando se abra la oportunidad de la colocación la compañía esté preparada.

Asimismo, es clave dejar clara una apreciación: siendo cierto que los trámites de acceso han de ser, por la naturaleza del mercado, más sencillos que los de acceso al Mercado Continuo, dichos trámites están sujetos al más estricto control legal, para cuyo

Figura 13.  
**Una ayuda clave a la financiación de las empresas.**

Fecha incorporación	Empresa	Capital inicial Obtenido millones €	Ampliaciones posteriores	Capitalización (millones €) fecha Incorporación
15/07/2009	ZINKIA	7	-	48
01/12/2009	IMAGINARIUM	12	-	75
12/03/2010	GOWEX	6	6,8	40
25/03/2010	MEDCOMTECH	9	2,5	30
07/06/2010	NEGOCIO	4	0,8	28
30/06/2010	BODACCLICK	10	-	45
01/07/2010	NEURON	2,5	-	18
20/07/2010	AB-BIOTICS	3,5	5,7	13
10/11/2010	NOSTRUM	4,5	-	17
01/12/2010	ALTIA	2,5	-	19
12/12/2010	EUROZONA	-	3	10
30/12/2010	COMMCENTER	2,2	-	18
16/02/2011	EUROESPES	-	-	15
06/06/2011	CATENON	5	-	48
06/07/2011	LUMAR	2,2	-	9
28/07/2011	SECUOYA	2	-	31
29/07/2011	GRIÑO	4	-	70
26/01/2012	BIONATURIS	0,8	-	9
23/03/2012	CARBURES	2	-	14
30/03/2012	IBERCOM	2,5	-	16
12/04/2012	SUAVITAS	1,5	-	5
TOTAL 2009		19	-	123
TOTAL 2010		44,2	-	238
TOTAL 2011		13,2	15,9	173
TOTAL 2012		6,8	2,9	44
TOTAL		83,2	18,8	578

Fuente: BME.



cumplimiento, el asesor registrado y el organismo encargado de su vigilancia (BME, en España) juegan un papel fundamental. Asimismo, en ningún caso un Mercado Alternativo debe ser un “coladero” de empresas. Una prueba de ello es el contenido del documento de registro, que exige prácticamente los mismos detalles y la profundidad que un folleto del Mercado Continuo.

Hay que destacar que, en época de crisis, el número y el importe de las transacciones habidas en el MAB resultan muy significativos.

Asimismo, las empresas del MAB presentan buenas cifras en términos de crecimiento y empleo (ver figura 14).

Las ventajas ya explicadas en el primer capítulo en lo relativo a cotizar en Bolsa se replican en el caso del MAB: se ofrece a la cotizada un marchamo de calidad en términos globales. Pero, en particular, en la relación con otras

empresas y posiblemente en sus procesos de internacionalización.

Es el momento ahora de examinar cuáles son las preocupaciones de este mercado y proponer soluciones para las mismas.

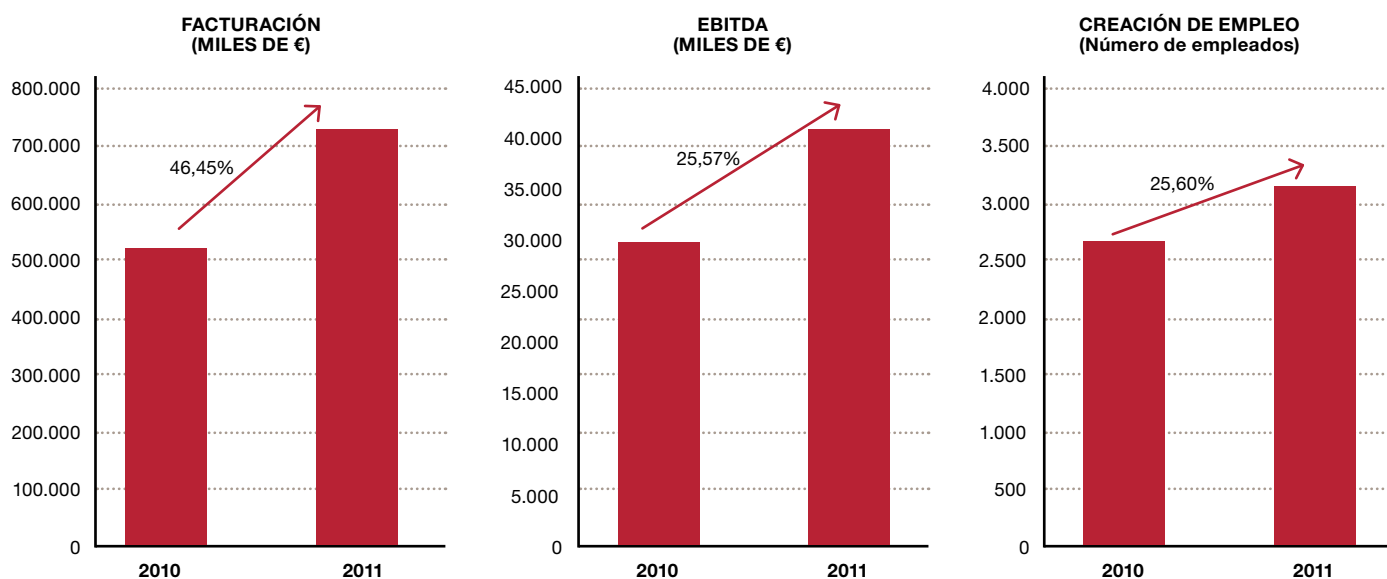
### Preocupaciones

En su día preocupó mucho el lado de la oferta en lo referente al MAB. Actualmente sucede lo contrario: **preocupa más la demanda que la oferta.**

Es evidente que en el momento actual hay escasa demanda para prácticamente cualquier tipo de empresa, y menos aún para las cotizadas o aspirantes a cotizar en el MAB. Además, los inversores potencialmente interesados en empresas del formato MAB son pocos y se encuentran desincentivados para entrar en España debido a la situación económica y financiera del país.

Figura 14.

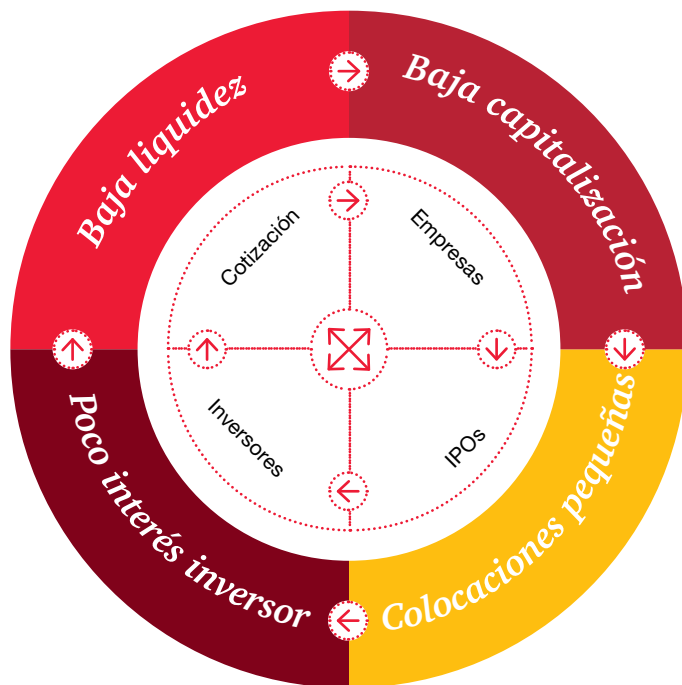
**MAB: un impulso para las compañías. Evolución de las empresas entre 2010 y 2011.**



Fuente: BME.



Figura 15.  
**Retroalimentación negativa.**



Fuente: PwC.

Un segundo punto de debate es el **tamaño de las empresas**, cuyas limitadas cifras de facturación provocan un círculo vicioso como el que figura en el gráfico 15:

No pretendemos reabrir el debate sobre las pretendidas ventajas que presentan las empresas grandes (estabilidad, posibilidades de negocio, etc.) frente a las pequeñas, pero recogiendo los argumentos de los expertos del sector, la banca opina que una de las principales problemáticas del MAB radica, efectivamente, en lo reducido del tamaño de las empresas, las cuales no justificarían, tampoco económicamente, el esfuerzo de análisis ni la aproximación al inversor. Probablemente, algunas de las empresas que nos ocupan sean demasiado pequeñas, comparadas con el resto del mercado y, sobre todo, con lo que los estándares internacionales entienden

por *Small & Medium Caps* o compañías de pequeña y mediana capitalización, en español.

No ayuda a resolver la situación que algunos inversores establezcan límites mínimos de facturación o capitalización por debajo de los cuales no están interesados en analizar compañías.

Los agentes parecen estar de acuerdo en que con el MAB se ha formado una buena plataforma, a la que todavía le faltan compradores específicos y *brokers* especializados en comparación con otros mercados alternativos como AIM o Alternext. Al principio hubo un buen abanico de inversores institucionales, pero al percibir estos la falta de liquidez, dicho universo se ha ido estrechando.

Vamos a dar una pincelada adicional al tan tratado tema de la **liquidez** o la falta de ella en el MAB. Creemos que no se

trata de un problema endémico del MAB. Comparada con Europa, la liquidez de AIM sí es significativa, pero la de Alternext no lo es tanto.

En otras palabras, la liquidez de algunas de las empresas del MAB no es tan diferente de la de algunas compañías del Mercado Continuo español (excluyendo el Ibex) o del Latibex. Como hemos comentado, hablamos de compañías en expansión, con lo que sus niveles diarios de negociación, por definición, no pueden ser comparables a los de Ibex 35, por ejemplo. Como comentaremos en seguida, sin embargo, sí se pueden mejorar estos niveles de liquidez actuando por el lado de la demanda.

Si bien existe la figura del proveedor de liquidez para tratar de paliar precisamente estos inconvenientes, ¿hasta qué punto dicha figura tiene responsabilidad en estos reducidos niveles de contratación?

## Reflexiones

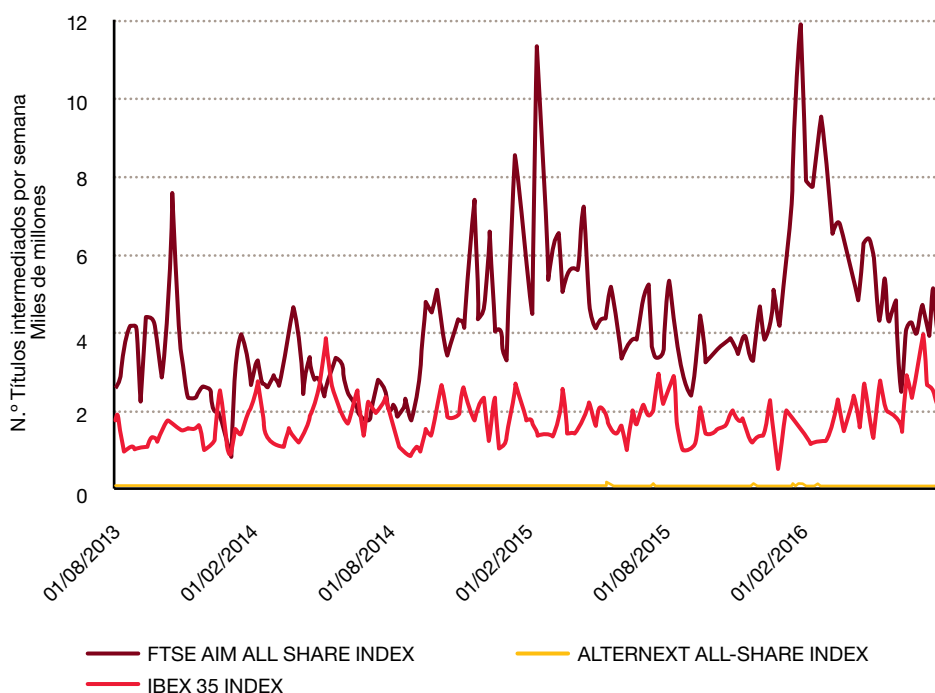
### Las IPOs propiamente dichas

En primer lugar, se puede identificar la existencia de un nicho de compañías intermedias (con capitalización de entre 50 y 100 millones de euros aproximadamente), que resultan ser demasiado pequeñas para cotizar en el Mercado Continuo y actualmente son demasiado grandes para hacerlo en el MAB, aunque no por ello deban ser automáticamente excluibles de este mercado.

Más aún, creemos que algunas actuaciones podrían contribuir a aumentar el éxito de estas colocaciones:

- Asesores registrados: cuidadosa selección de compañías elegibles para cotizar en el MAB y posterior seguimiento adecuado de las mismas.
- Fomento de operaciones de compañías intermedias: salida a bolsa/ampliación de capital, basadas en información adecuada a inversores.

Figura 16.  
Liquidez de AIM y Alternext vs Ibex 35.



Fuente: BME.

- Explorar la cotización de compañías hispanoamericanas que no pretendan cotizar en Latibex.
- Claridad en la exposición de la *Equity Story* y el plan de negocio. ¡Y cumplir este último!
- Potenciación de sindicatos de colocación con varias entidades, incluyendo coordinadores globales, *co-lead managers* y colocadores.
- Contratos de aseguramiento.
- Racionalización y homogeneización de los costes de las operaciones.
- Períodos de *Investor Education*.
- Fomento en prensa de las operaciones de salida a bolsa en MAB, potenciando la ceremonia de entrada.

Una vez abordada la operación en sí, hay que mejorar la andadura de las empresas presentes en el MAB.

### **Inversores/liquidez**

Como comentamos en el capítulo anterior, la liquidez parece ser una consecuencia natural del tamaño, al coincidir aproximadamente –en empresas grandes y pequeñas– el porcentaje de volumen negociado con la capitalización de las empresas, siendo asimismo importante el volumen de *free float*. Por esta razón, las primeras recomendaciones son evidentes: más tamaño, más *free float*. No obstante, no las incluimos deliberadamente en el listado que figura a continuación por tratarse de alternativas cuyas implicaciones las alejan de ser medidas fáciles de tomar.

Nuestras sugerencias al respecto incluyen las siguientes:

- Identificar inversores que entren en el MAB cuya estrategia sea no especulativa. Por eso es preciso que el tipo de inversor que se acerque al MAB sea diferente, con conciencia de largo plazo, no de liquidez inmediata. La buena noticia al respecto es la existencia de importantes cantidades de liquidez a la espera de encontrar el destino adecuado.
- Además, se debe fomentar la existencia de vehículos inversores (que incluyan, por ejemplo, mecanismos de liquidez trimestral), lo que facilitará la existencia de *brokers* especializados en este mercado, y con ello mejoraría la cobertura de los analistas, se generaría mayor interés inversor y, como consecuencia, habría mayor liquidez.
- Investigación a fondo del universo de entidades y *family offices* interesados en localizar oportunidades de inversión.
- Una alternativa adicional sería investigar la creación y el fomento de inversores especializados y de capital-riesgo público que puedan dedicar una parte de sus fondos a empresas del MAB. Un primer paso se ha dado en Cataluña a través del Instituto Catalán de Finanzas con la creación del Capital MAB FCR, con inversión en empresas catalanas con destino a este mercado.
  - Esta actuación incentivaría la demanda de otros inversores, al percibir el apoyo públicos a las empresas. Dicha vía ha proporcionado buenos resultados en Francia mediante la fórmula de pequeños fondos públicos-privados dirigidos por un gestor privado.
- Fomento de la cobertura de análisis de las empresas (se ha puesto en marcha la iniciativa *In Research*), así como promoción de *roadshows*/teleconferencias y presentaciones con inversores. No es necesario profundizar en el hecho de que la cobertura de análisis de empresas del MAB es muy inferior al resto de empresas cotizando en el resto del mercado nacional.
- Probablemente, las áreas Relación con Inversores de las compañías MAB pueden mejorar sus actividades de publicidad de las empresas, dirigidas a inversores y no inversores. Se oyen

comentarios que piden más de labor de comunicación. “*Si no hay noticias, no hay necesidad de seguir los títulos*”.

- Mirada pausada y realista a las valoraciones de las compañías, para casar las posiblemente elevadas expectativas de los dueños, con las propuestas inversoras, y los momentos particulares de los mercados.

### **Transito entre MAB y mercado regulado**

Son evidentes las dificultades que experimentan las compañías españolas para realizar un tránsito entre mercados, y dichas dificultades incluyen desde trabas operativas a cuestiones de imagen.

Entre otras posibles alternativas, para todas las compañías cotizadas sería deseable una legislación más flexible que regule el tránsito entre ambos mercados, facilitando el paso del Mercado Continuo al MAB. Para ello se necesitaría modificar la legislación sobre OPAs, para facilitar y agilizar dichos movimientos.

En cuanto a la imagen, no es operativo presentar un posible paso de empresa del Mercado Continuo (de reducida liquidez y capitalización) al MAB como un *downgrading*. AIM/Alternext no son vistos como una especie de preparación para sus Mercados Continuos. Las empresas, independientemente de que más adelante “se muevan”, salen a bolsa en AIM y se quedan en AIM. Igual sucede en Francia: en Alternext, 20 empresas provienen del *Marché* o mercado principal.

### **Incentivos**

Para incentivar la inversión en las PYMES del MAB, cobran gran importancia las ayudas fiscales, tanto para empresas como para particulares, como las que se proporcionan en el británico AIM:

1. Inversión directa de los particulares en las empresas, a través de los denominados *Enterprise Investment Schemes* (EIS). Las empresas acogidas a un EIS pueden captar hasta 500.000 libras anuales por inversor mediante la emisión de acciones ordinarias. Entre los beneficios fiscales, se establece una deducción del 30% de la inversión anual en la cuota del *Income Tax liability* del inversor.
2. Bonificación de la inversión a través de un vehículo de inversión específico, los denominados *Venture Capital Trusts* (VCT). La inversión en acciones de nueva emisión de estos vehículos está bonificada por una deducción del 30% de su importe en la cuota de su *Income Tax*.

En lo que se refiere al francés **Alternext**, existen los *Fonds de consolidation et de développement des entreprises* (FCDE): se trata de Fondos Públicos que invierten en SME en general, buscando participaciones minoritarias.

Volviendo a **España**, y en el caso de que se eliminen los incentivos fiscales como el de la compra de viviendas, es buen momento para dar un giro e incentivar la inversión en PYMES en expansión; reflexionar sobre posibles incentivos fiscales a la inversión en nuestro tejido industrial mayoritario puede ser una buena línea de acción.

Si el mercado cumple con una de sus finalidades fundamentales, que es la de propiciar un crecimiento empresarial significativo, la generación de riqueza y, consecuentemente, sus aportaciones fiscales deberían contribuir a aportar ingresos a las arcas del Estado, compensando o incluso superando holgadamente el monto económico de las ayudas.

## ***Principales conclusiones***

- 1.** El MAB es un mercado necesario en España, dada la estructura empresarial de nuestro país, que incluye un elevado número de PYMES. Hasta la fecha ha supuesto una herramienta útil de financiación e impulso de empresas. La experiencia internacional demuestra que este mercado puede funcionar con éxito.
- 2.** Hay soluciones evidentes para las preocupaciones que genera este mercado. Operaciones en sí, inversores/liquidez, legislación, ayudas fiscales...:
  - a. Profesionalización y preparación con anterioridad a la salida a Bolsa.
  - b. Búsqueda de vehículos de inversión –a medio plazo– adecuados para este mercado.
  - c. Mejora en políticas de comunicación.
  - d. Profundización en las ayudas fiscales a inversores y empresas.



# 4

---

## *Alternativas de financiación: Renta Fija*

## Contexto

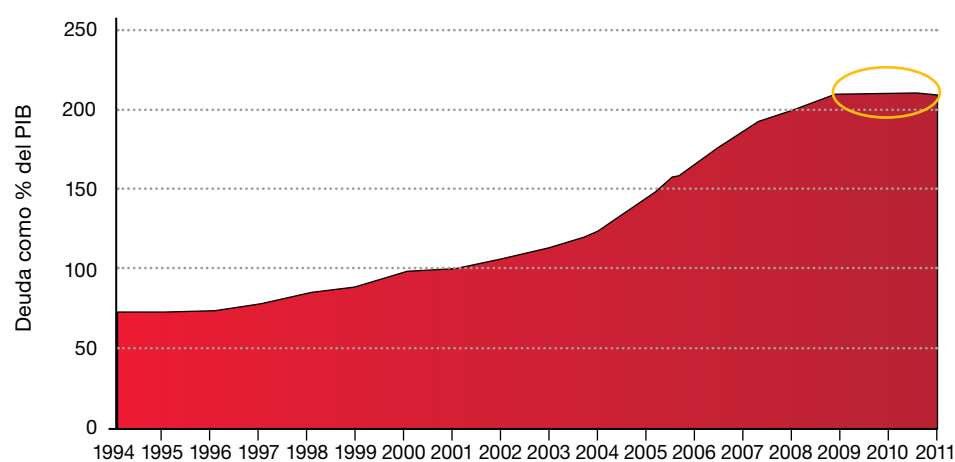
En España la deuda privada pasó en solo siete años (desde 2001 a 2008) del 100% al 200% del PIB, creciendo aproximadamente un 10% anual sobre el crecimiento del PIB. Este dato reafirma el hecho de que el crecimiento económico en España se debió en gran parte a la industria del crédito (desde la introducción del euro, la Zona Euro se benefició en sus primeros años de tipos de interés muy bajos). La caída del endeudamiento del sector privado desde el año 2009 se puede apreciar en la gráfica inferior. La gráfica muestra un crecimiento plano de la deuda privada con respecto al PIB, el cual ha caído año tras año resultando en una disminución de la deuda bruta privada. Este es el proceso de desapalancamiento que está viviendo la economía española, y que ni las inyecciones de fondos recibidos por la banca española del BCE ha podido reactivar por el momento.

Como consecuencia de la actual restricción del crédito bancario, las

compañías están estudiando otras formas de financiación, tales como la emisión de bonos, ya sean *Investment Grade* o *High Yield*, u otras alternativas de financiación que se están desarrollando, como el “mercado financiero en la sombra”, donde los actores son fundamentalmente inversores institucionales privados o fondos de inversión que están lentamente ocupando el espacio que dejan las entidades financieras.

Desde el lado del inversor en este tipo de productos, conocer la capacidad de repago de la deuda por parte de los emisores es un asunto primordial. El riesgo que se percibe en cuanto a dicha capacidad se está configurando como la principal variable del comportamiento de las emisiones de renta fija domésticas, dejando en un segundo plano, en muchos casos, aspectos como el vencimiento o la rentabilidad de las emisiones. Esta capacidad de repago se clasifica mediante el *rating* de la compañía que conceden las entidades de calificación.

Figura 17.  
**Endeudamiento privado español 1994-2011 con respecto al PIB.**



Fuente: BME.

A grandes rasgos, las agencias de calificación cuando analizan una compañía hacen una primera distinción entre:

- Bonos *Investment Grade*: son emisiones de deuda que se pueden adquirir con finalidad de inversión, dado el mayor grado de solvencia de la emisión (con altas y medias calificaciones crediticias).
- Bonos *High Yield* o bonos de alto rendimiento: emisiones de deuda que son adquiridas para fines especulativos, en los que a cambio de un mayor riesgo de impago (de baja a moderada seguridad en cuanto al cumplimiento del pago), reciben mayores niveles de rentabilidad.

Para que una compañía privada pueda obtener un *rating*, esta acude normalmente a una de las tres agencias de *rating* principales (S&P, Moody's y Fitch) para que audite la emisión de bonos. En el caso de que una compañía quiera emitir bonos *Investment Grade*, los inversores solicitan normalmente que la

emisión tenga grado de inversión por al menos dos de las agencias de *rating*. Es frecuente que las compañías acudan a las tres agencias de *rating* y salgan al mercado una vez obtengan el *rating* de grado de inversión de dos de ellas.

En la Figura 18 se detallan los criterios de clasificación de las 3 principales agencias de *rating*.

Los mercados de los bonos de *Investment Grade* y de *High Yield* son diferentes y tienen dinámicas distintas. A continuación detallamos algunas de las principales diferencias entre estos mercados:

- El mercado *Investment Grade* está más desarrollado (en 2011 ha habido emisiones en Europa por valor de unos 2.500.000 millones de euros (aproximadamente 2,5 veces el PIB español), frente a 35.000 millones de euros en el mercado de *High Yield*).
- Hay muchos inversores (sobre todo institucionales, como fondos de pensiones, aseguradoras, etc.) que no pueden invertir en deuda *High Yield*.

Figura 18.

**Criterios de clasificación de las principales agencias de *rating*.**

	Moody's	S&P	Fitch	Definición
<i>Investment Grade</i>	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada, con riesgos en el medio y largo plazo
<i>High Yield</i>	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	C	D	D	Quiebra o suspensión de pagos ( <i>default</i> )

Fuente: PwC.



- El mercado de deuda *High Yield* depende de que haya ventanas de liquidez para emitir, ya que estas se abren y se cierran con mucha rapidez. Al ser deuda con mayor riesgo y con un menor número de inversores, en cuanto haya algún acontecimiento que afecte al sector financiero de manera negativa, se cierra por completo la posibilidad de emitir.
- En 2011 hubo una ventana de liquidez muy importante en el segundo trimestre del año en el que se alcanzaron emisiones récord para un trimestre con casi 25.000 millones de euros emitidos. Sin embargo, en la segunda mitad de 2011, esta ventana se cerró casi por completo y se emitieron en su conjunto menos de 5.000 millones de euros. En 2012 también se han producido asimetrías, con emisiones elevadas en el primer y último trimestre del año, y se espera que la ventana de liquidez siga abierta al menos hasta el primer trimestre de 2013 (véase Figura 19).
- El diferencial de coste entre los bonos *Investment Grade* de menor calidad (BBB) y los mejores créditos *High Yield* (BB) es de aproximadamente un 2/3%, por lo que la pérdida de un *rating Investment Grade* conlleva un incremento de costes significativo.
- El mercado de bonos americano está mucho más desarrollado que el europeo. En Estados Unidos al menos

el 80% de las empresas se financian en mercados no bancarios *versus* un 50% en Europa (ver figura 20), por lo que hay muchos emisores europeos que emiten bonos en dólares y se los venden a inversores americanos (por ejemplo, la reciente emisión de 1.000 millones de dólares de ONO fue colocada mayoritariamente entre inversores americanos).

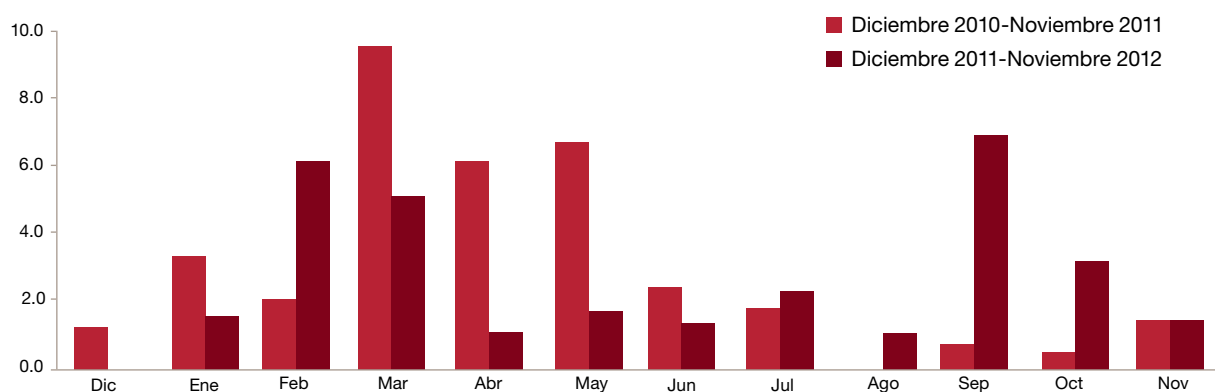
### ¿Cuáles son los requisitos para acceder a este tipo de financiación?

Para que una compañía privada pueda acceder a la emisión de bonos de renta fija, tiene que detallar la siguiente información en su folleto de emisión:

- **Detalle de los términos económicos de la emisión:** tipo de interés, vencimiento, condiciones de amortización, representación de los valores en títulos o anotaciones en cuenta, importe nominal de la emisión, etc. También debe desglosarse la posibilidad de que dichos términos puedan verse modificados y en qué circunstancias.
- **Covenants:** detalle y desglose de las cláusulas que pueden requerir el mantenimiento de ciertos ratios financieros, imposibilitar el aumento de la deuda, limitaciones al reparto de dividendos, etc.

Figura 19.

**Emisiones de bonos High Yield en Europa 2011-2012 (volumenes en miles de millones de euros).**



Fuente: S&P LCD

- **Garantías:** detallada descripción del garante y las condiciones de la garantía. En determinados casos, el emisor puede emitir deuda que esté garantizada específicamente por parte de sus activos, de tal forma que los inversores pueden reclamar estos en caso de impago. Es necesario desglosar tanto el tipo de la garantía como los activos que la soportan.
- **Subordinación de la deuda:** el riesgo de la inversión depende del grado de subordinación de la deuda emitida con respecto a otras deudas de la entidad.
- **Incumplimientos de pago y covenants:** descripción de las circunstancias que se consideran incumplimientos de pago y derechos que pueden surgirle a los tenedores de los valores en esa situación.
- **Representación de los suscriptores de deuda:** desglosar si existe una figura que represente a todos los suscriptores de la emisión de deuda y cuáles son las normas de gobierno de dicha figura.
- **Agente de pagos:** indicación de quién será la entidad encargada de realizar los pagos.
- **Calificación del riesgo crediticio:** la calificación del riesgo crediticio del emisor y/o de la emisión aporta

información relevante al inversor para evaluar la capacidad de repago de las obligaciones que surgen de la emisión de deuda.

- **Legislación aplicable:** es importante indicar cuál es la legislación aplicable a los suscriptores de los valores de deuda, en especial, si se emite deuda bajo una jurisdicción distinta a la del país donde está registrado el emisor.
- **Moneda:** determinar la moneda en la que se lleve a cabo la emisión.

### **Principales motivos de la escasa utilización de la Renta Fija en España como alternativa de financiación**

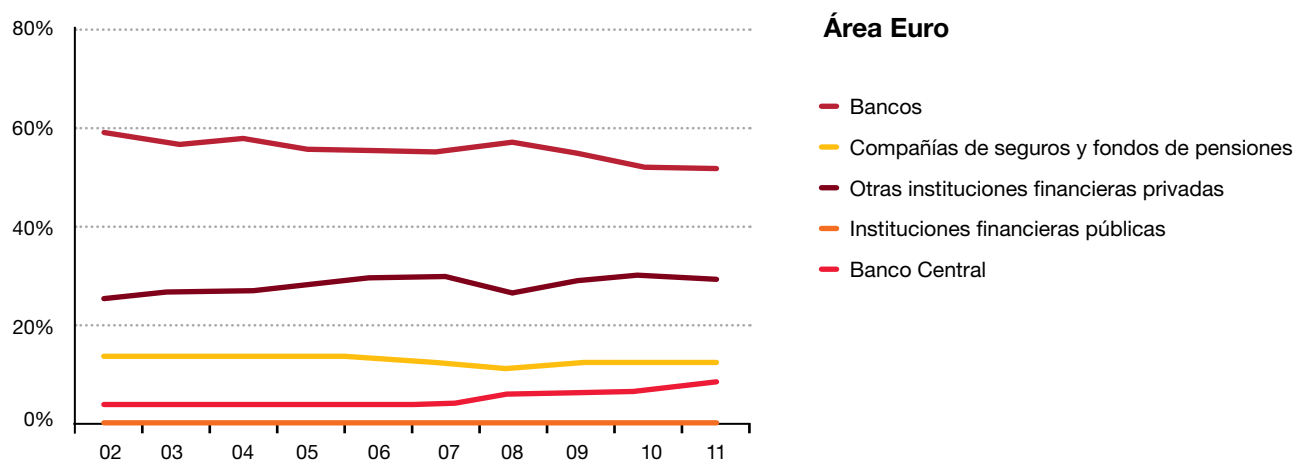
Existen una serie de factores que han provocado, en mayor o menor medida, que el mercado de renta fija no esté muy desarrollado en España para compañías de tamaño pequeño y mediano:

- **Reducido coste de la deuda financiera:** hasta ahora los costes de la deuda bancaria eran muy inferiores a los de la renta fija, por lo que las empresas no estaban incentivadas a endeudarse con este tipo de financiación.

En la actualidad, la restricción al crédito y sus mayores costes han

Figura 20.

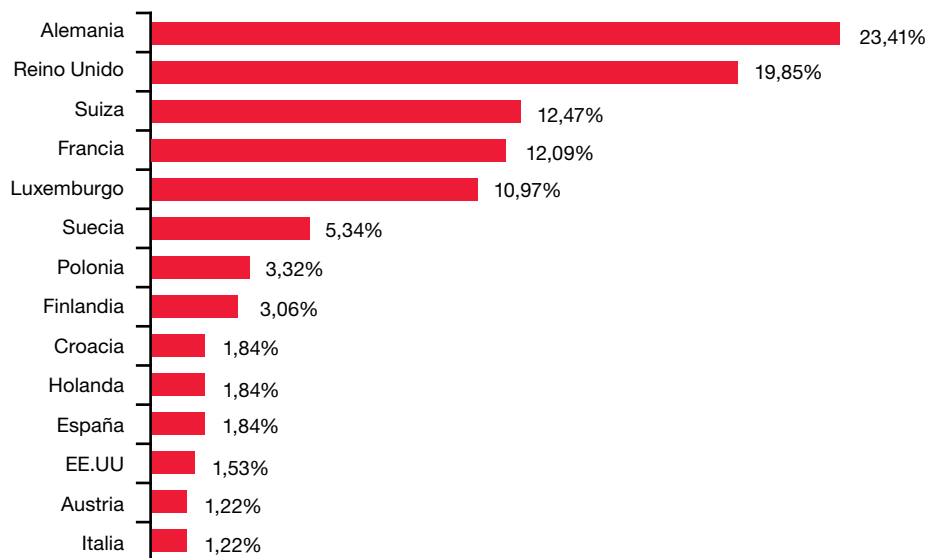
**Sector financiero español: fuentes de financiación de la economía en porcentaje.**



Fuente: Financial Stability Board

Figura 21.

**Diversificación geográfica de las emisiones de bonos en Europa en función de la nacionalidad del emisor (2011).**



Fuente: LCD Standard & Poors. (La referencia a EEUU en la tabla anterior hace referencia a emisiones en EEUU como parte de una emisión de bonos en Europa donde hay un tramo que se coloca en EEUU).

provocado que numerosas empresas empiecen a pensar en la renta fija como una efectiva herramienta de financiación.

A diferencia del mercado de financiación europeo, las compañías españolas se financiaban en aproximadamente un 70% con crédito y préstamos bancarios. En Europa, el ratio entre financiación bancaria *versus* otros formatos de financiación es de aproximadamente 50/50%. Vemos en la figura 21 las emisiones de renta fija en el año 2011 por región, donde se aprecia claramente cómo España está a la cola de Europa en emisiones de renta fija en cuanto al volumen de emisiones, situándose por debajo de países como Finlandia, Suecia y Polonia.

- **Rating:** la gran mayoría de las compañías privadas en España no poseen *rating*. El principal motivo es su alto coste y los elevados

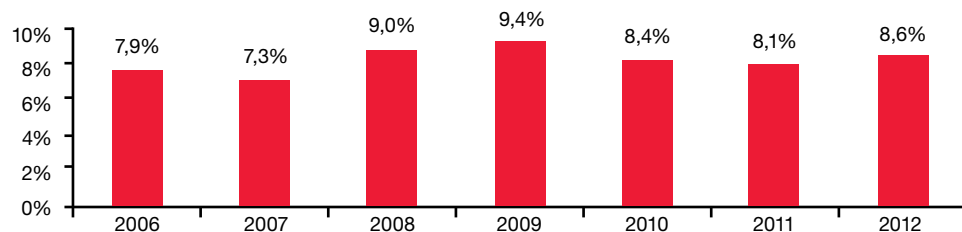
requerimientos de información del mercado al convertirse en compañías más públicas.

En estos momentos hay numerosas compañías que están preparándose internamente para un futuro proceso de salida al mercado continuo.

- **Tamaño de la emisión:** las emisiones de renta fija tienen un tamaño mínimo de entre 150 y 200 millones de euros. La razón de estos volúmenes son, por un lado, los altos costes de emisión que hacen necesario volúmenes elevados para que sean rentables y, por otro lado, que la demanda de este producto proviene fundamentalmente de inversores institucionales extranjeros que solo entran a analizar operaciones de un tamaño mínimo.
- **Problemas estatutarios:** en muchos de los casos, los compradores de este tipo de productos tienen regulados en sus estatutos sus criterios de inversión:

Figura 22.

**Evolución rentabilidad bonos *High Yield* desde 2006 a junio de 2012 en Europa**



Fuente: LCD Standard & Poors.

rating mínimo, sector de la compañía emisora, país de origen de la compañía emisora, etc. Esto limita considerablemente el universo de potenciales compradores de estos productos para compañías de tamaño pequeño-mediano, que por su dimensión tienen difícil acceder a niveles de rating superiores.

- **Incertidumbre de los mercados:** la elevada incertidumbre provoca dos efectos que perjudican significativamente a la emisión de productos de renta fija por las compañías privadas: (i) la aversión al riesgo de los compradores hace que el *rating* exigido sea cada día más elevado y (ii) las agencias de rating reducen el *rating* de las compañías ante la elevada incertidumbre económica. Estos dos efectos provocan un incremento del coste de la deuda.
- **Legislación:** el limitado desarrollo del mercado de renta fija en España hasta el momento ha provocado que la mayoría de las emisiones se hayan producido en mercados internacionales donde hay mucha más experiencia en la emisión de renta fija. Las principales legislaciones que se suelen utilizar en las emisiones de este tipo de productos son la legislación anglosajona (es un mercado muy desarrollado con amplia experiencia en este tipo de productos) y la

luxemburguesa (su legislación es más favorable que la anglosajona).

- **Incremento coste medio de la deuda:** en relación a los precios medios y teniendo en cuenta las circunstancias de mercado actuales, el interés pagadero por una emisión de bonos High Yield está actualmente en torno al 8-9%. Es interesante ver que el tipo de interés de estas emisiones fue incluso más bajo en el año 2007, cuando el Euribor estaba por encima del 5%. Es decir, que el diferencial del coste del bono sobre el Euribor oscilaba entre el 2 y el 3%, mientras que actualmente este diferencial se ha incrementado a niveles entre el 5 y el 8%.

### **El mercado financiero en la sombra**

Además del mercado bancario y del mercado de capitales, un nuevo mercado financiero se está desarrollando por parte de inversores privados institucionales y fondos, quienes han visto la oportunidad de entrar en el mercado de financiación sustituyendo parcialmente a las instituciones bancarias que tienen mermada su capacidad de otorgar financiación.

Al ser un mercado totalmente privado, estos inversores son mucho más flexibles y rápidos en otorgar financiación que la banca tradicional. A cambio de estar

abiertos a otorgar nueva financiación, el tipo de interés que requieren es mayor que el de la banca. En PwC hemos calculado que existen actualmente unos 50.000 millones de euros de capital disponible para invertir en operaciones de deuda por parte de este tipo de inversores. El número de inversores activos en este mercado está entre 50 y 100 y son principalmente fondos anglosajones ingleses y americanos quienes están siendo más activos.

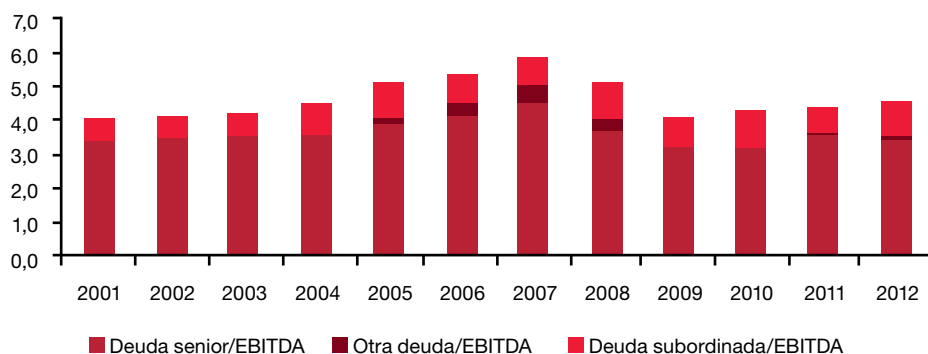
Las características principales de este mercado son las siguientes:

- **Inversores:** fundamentalmente, fondos de crédito o *hedge funds* similares a los fondos de capital riesgo, que han levantado fondos específicos de financiación. Es más, en muchos casos son los grandes fondos de capital riesgo que están diversificando su negocio hacia el crédito dada la volatilidad del mercado de capital riesgo. Asimismo, estamos viendo a inversores institucionales tipo fondos de pensiones y aseguradoras que están invirtiendo en este mercado como elemento de diversificación.

- **Tipos de productos:**

- Deuda senior o de primer rango: préstamos de cinco a siete años amortizable con posibilidad de pago de todo el principal a vencimiento y tipos de interés entre el 8 y el 10%. Exigen normalmente que la compañía otorgue garantías y eventualmente pignoración de las acciones de la misma.
- Deuda *mezzanine* o subordinada: préstamos entre seis y nueve años con pago de principal a vencimiento y subordinado a cualquier otro tipo de deuda que tenga la compañía. Esta deuda permite apalancar la compañía por encima de la deuda senior y es considerada casi como capital. El tipo de interés está entre el 13 y el 15%. Para que la carga financiera sea más asumible, parte de la misma se paga anualmente y parte se capitaliza a vencimiento.
- Deuda *Unitranche*: deuda híbrida entre la deuda senior y la subordinada que simplifica las estructuras de deuda. En operaciones de elevado apalancamiento las

Figura 23.  
Evolución del nivel de apalancamiento de los préstamos apalancados en Europa.



Fuente: LCD Standard & Poors.  
Datos a junio de 2012.

cuales se podrían financiar con tramos de deuda senior y deuda subordinada diferentes, la deuda *Unitranche* sustituye a ambos tipos de deuda y se estructura en un solo tramo de deuda que permite un apalancamiento equivalente a la deuda subordinada. El coste de esta deuda es una media ponderada entre la deuda senior y la subordinada y oscila entre el 10 y el 12%.

- Compra de deuda en el mercado secundario: con el objetivo de dotar de liquidez fundamentalmente a bancos que están prestando a compañías, los fondos ofrecen recomprar esta deuda en el mercado secundario con descuento que refleja la iliquidez de este tipo de préstamos.

- **Nivel de apalancamiento:** actualmente, los niveles de apalancamiento medio en el mercado europeo para las nuevas operaciones de financiación apalancadas se sitúan en torno a 4,4x Ebitda. Este apalancamiento se divide en 3,5x Ebitda de media para la deuda senior y 0,9x Ebitda de apalancamiento de deuda subordinada. En el caso español estos niveles se situarían en un máximo entre 3 y 3,5x Ebitda.

### **El Mercado Alternativo de Renta Fija**

El Ministro de Economía y Competitividad, Luis de Guindos, ha anunciado recientemente la idea de instaurar un mercado alternativo de renta fija (MARF) para las pymes españolas. Esa iniciativa responde en

gran medida a los mismos principios que llevó a la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), es decir ofrecer a las empresas españolas una fuente de financiación diferente de la obtención de créditos por parte del sistema bancario, con unos requisitos menos exigentes y simplificados, sin que por ello se dejen de cumplir unos niveles mínimos de control para garantizar la confianza de los potenciales inversores.

Frente a una dependencia del 70% de financiación bancaria por parte de las sociedades financieras españolas, países como Estados Unidos y Alemania acreditan porcentajes del 20% y del 55% respectivamente. Precisamente, este último país ha logrado consolidar en un corto espacio de tiempo un mercado de financiación alternativa para compañías del llamado middle market que, en tan solo dos años, ha logrado captar mediante emisiones 3.000 millones de euros.

En España, parece estratégico potenciar otras vías alternativas de financiación para empresas de menor dimensión con el fin de captar fondos tanto locales como extranjeros para financiar mayores niveles de innovación y la necesaria internacionalización de las pymes españolas.

De momento, entendemos que esa iniciativa sigue al nivel de borrador al enfrentarse a una serie de limitaciones que la normativa y la realidad de los mercados establecen en la actualidad y que en cierta medida son comunes al MAB (número elevado de operadores, calificación crediticia, incentivos fiscales).

---

## ***Principales conclusiones***

- 1.**• Hasta hace relativamente poco tiempo, solo las compañías de gran tamaño habían realizado emisiones de renta fija por el coste de conseguir un rating y por los elevados volúmenes mínimos necesarios para poder emitir.
- 2.**• El limitado acceso a la financiación bancaria ha provocado que empresas de todo tipo estudien la posibilidad de emitir valores de renta fija (bonos High Yield) como una alternativa de financiación.
- 3.**• Estas compañías se empiezan a plantear seriamente conseguir un rating de una agencia de calificación internacional.
- 4.**• Las compañías medianas deben explorar la posibilidad de financiarse fuera del circuito bancario y recurrir a los participantes en el mercado financiero en la sombra que tiene liquidez abundante.

# 5

---

## *Alternativas estratégicas: fusiones y adquisiciones*



## Las fusiones y adquisiciones

Históricamente las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, también llamadas operaciones de M&A, se han realizado por dos motivos bien diferenciados en función de la tipología de comprador: (i) el inversor industrial que busca fortalecer e incrementar su posición en el mercado o diversificarse, en producto o geografía, y (ii) el inversor financiero (fondos de capital riesgo, fondos soberanos, etc.) que busca adquirir una empresa con el objetivo de incrementar su valor y luego venderla a un precio superior.

Las fusiones y adquisiciones se pueden clasificar de diferente manera en función del criterio con el que se analicen:

### Según la estructura societaria de la operación:

- **Fusión:** es la integración de dos o más compañías ya existentes en una nueva sociedad, a la cual cada una aporta la totalidad de su patrimonio, o una integración de una compañía por parte de otra mediante una fusión por absorción.
- **Adquisición:** es la adquisición de una o varias compañías por otra ya existente.

### Según la estrategia con que se hace la fusión:

- **Fusión/adquisición horizontal:** es la compra o fusión de una empresa que opera en el mismo sector, con la intención de ganar cuota de mercado y/u obtener economías de escala o sinergias. A este tipo de operaciones también se les llama “fusión estratégica”.
- **Fusión/adquisición vertical:** es la compra o fusión de un cliente o proveedor, con la intención de asegurar la venta del producto o el suministro de materias primas.
- **Conglomerado:** en estas operaciones no hay relación alguna entre las

compañías, siendo el objetivo de estas operaciones las mejoras en la eficiencia y su consecuente sinergia.

Las principales motivaciones por las cuales una compañía afronta un proceso de este tipo son las siguientes:

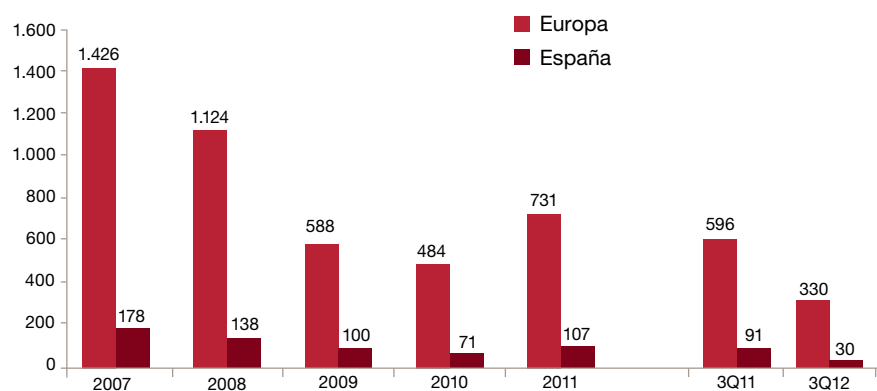
- Creación de valor para los accionistas.
- Mejorar la gestión de la empresa adquirida.
- Aumentar la cuota de mercado.
- Aumentar la rentabilidad.
- Buscar productos y servicios complementarios.
- Concentrarse en la actividad principal.
- Alinear estrategias.
- Optimizar el uso de los recursos.
- Abandonar actividades maduras.
- Demanda de liquidez por parte de los accionistas.
- Necesidad de recursos para financiar pérdidas.

## Situación del mercado en España

Actualmente nos encontramos en una situación aún más compleja que en ejercicios anteriores, debido a:

- Los problemas por la falta de financiación que han surgido en España desde 2007.

Figura 24.  
**Evolución operaciones de Fusiones y Adquisiciones en Europa y España (miles de millones de euros).**



Fuente: LCD Standard & Poors (datos a septiembre 2012).

- Las diferencias de valoraciones entre comprador y vendedor.
- Las escasas perspectivas de crecimiento de la economía española, a las que se les han unido las dudas existentes sobre la calidad crediticia de la deuda soberana.

Esto ha provocado que los inversores internacionales, financieros e industriales estimen un nivel de riesgo más elevado para las inversiones en España que en otros países europeos.

Con respecto al volumen y el número de operaciones, si consideramos el pico de mercado alrededor del año 2006-2007, ha habido una gran caída en los ejercicios 2008 a 2011 y la tendencia es que el número de operaciones en volumen en el año 2012 caiga con respecto al 2011.

A nivel global, el enfoque de las operaciones ha cambiado significativamente, realizándose más por criterios oportunistas que estratégicos. Este carácter oportunista de las operaciones es más patente si cabe en España, donde el principal objetivo de las oportunidades de M&A está siendo el desapalancamiento mediante la desinversión en negocios no estratégicos, como ha sucedido en activos de determinados negocios del sector financiero, de infraestructuras, de energía, etc. Una segunda tipología de transacción oportunista serían las empresas en dificultades o distress que o bien han tenido que deshacerse de parte de sus activos o bien son objeto de transacción en sí mismas.

El volumen de operaciones de M&A en el mercado español en 2011 y 2012 ha sido inferior a la media de los cuatro años anteriores. El tipo de operación más afectado ha sido la gran transacción corporativa fundamentada en razones estratégicas. El volumen de operaciones de M&A en España en el primer trimestre de 2012 ha sido de aproximadamente

10.000 millones de euros.

Asimismo, el mercado de operaciones de M&A con inversores financieros o de *private equity* en Europa y particularmente en España ha descendido de manera sustancial en el período 2011/2012. En los años de la expansión económica (2003-2007), los fondos de *private equity* competían, y en condiciones normales, eran más agresivos en precio que los compradores corporativos, ya que los primeros basaban su estructura de compra en apalancamientos elevados y podían ofrecer mayores precios de compra que estos últimos. Las tasas de retorno aproximadas demandadas por los fondos de capital riesgo son del orden del 20 al 25%. Esta financiación provenía en su mayoría de la banca mediante préstamos estructurados a largo plazo (normalmente, entre 7 y 10 años).

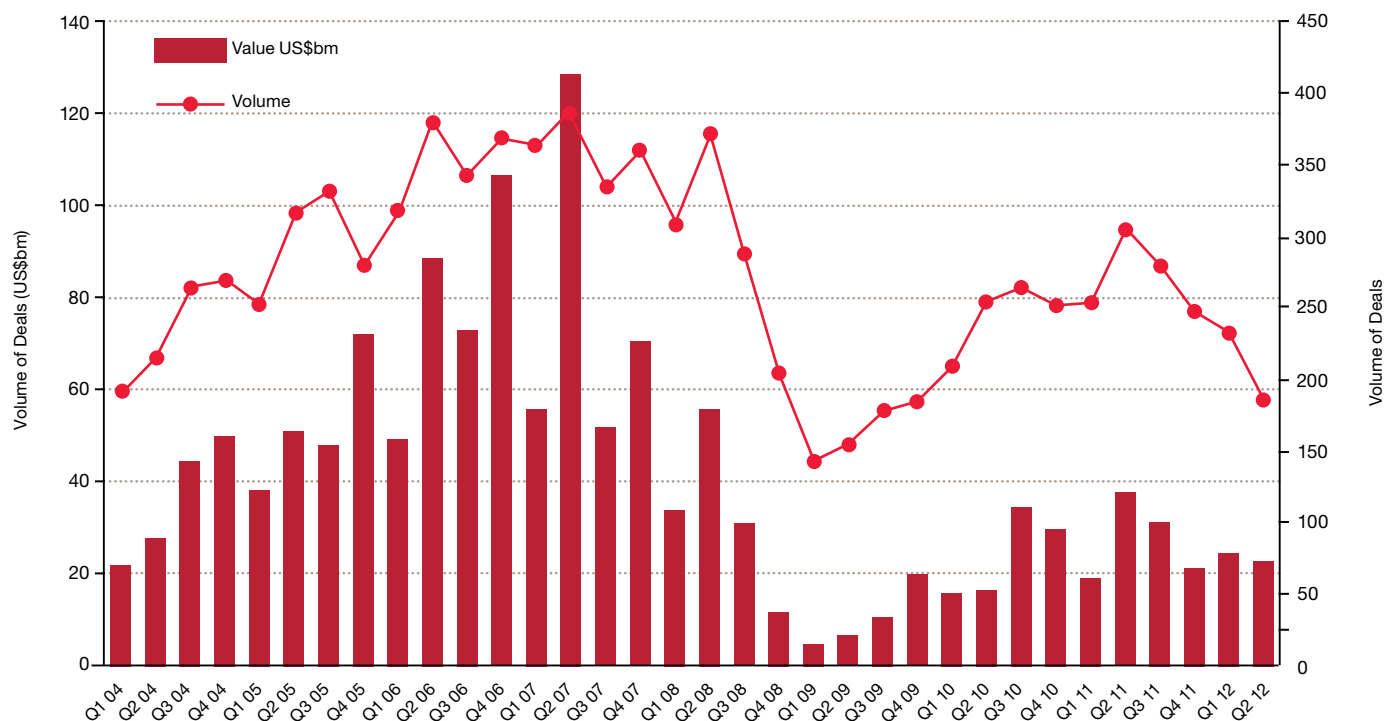
La restricción del crédito actual ha impactado de manera negativa en la capacidad de los fondos de capital riesgo para comprar compañías, ya que estos no pueden llegar a sus retornos objetivos con el nivel de deuda que ofrecen actualmente las entidades financieras.

En el primer semestre de 2012 se habían llevado a cabo operaciones de *private equity* en Europa por valor de unos €40.000 millones, un 40% inferior que en el mismo período del 2011 (ver figura 25).

Las tendencias en el mercado español de *private equity* son (ver figura 26):

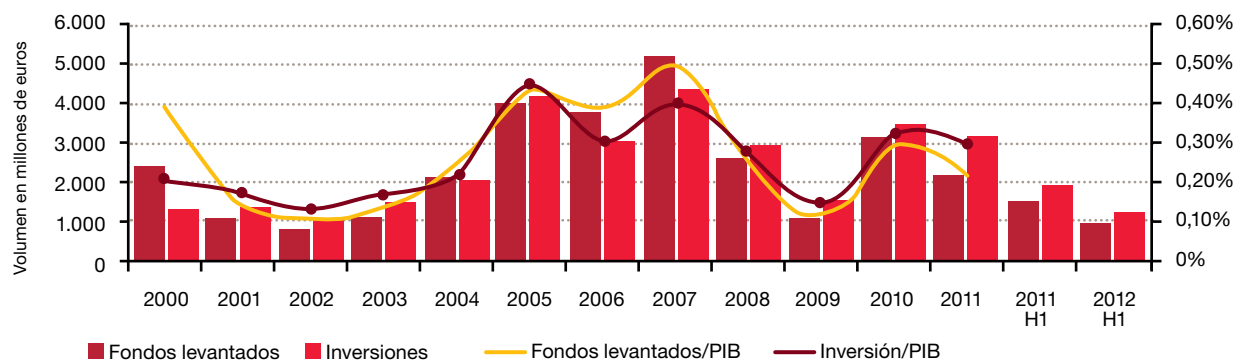
- Declive generalizado de las inversiones, desinversiones y volumen de fondos levantados en el primer semestre de 2012:
  - Inversiones 1S2012: € 1,145 m (-44%)
  - Fondos levantados 1S2012: € 945 m (-36%)
  - Desinversiones 1S2012: € 523 m (-45%)

Figura 25.  
Operaciones de *private equity* en Europa.



Fuente: Mergermarket.

Figura 26.  
Operaciones de *private equity* en España en 2012.



Fuente: PwC.

- Dificultad en el acceso al crédito para financiar compras.
- Escasez de transacciones de tamaño grande habiendo más operaciones de capital expansión.
- Los fondos de *private equity* están focalizados en refinanciar la deuda de sus compañías participadas.

#### Principales obstáculos a la inversión

Como ya hemos comentado, la ralentización de la actividad de M&A que sufre el mercado español desde 2007 es provocada por tres razones principalmente: (i) las dificultades de acceso a la financiación, (ii) las expectativas de precio demasiado elevadas por parte de los vendedores y (iii) las negativas perspectivas económicas que también son vistas como un obstáculo de relevancia a considerar, aunque en menor grado que las dos anteriores.

En función de la tipología de inversor, las dificultades tendrán un mayor o menor peso:

- Inversores financieros: para este tipo de inversores los principales motivos para no realizar una inversión serán la divergencia de valoración con respecto a los vendedores y la dificultad de acceso a la financiación, pues para conseguir sus objetivos de rentabilidad (superiores al 20% para fondos de capital riesgo), necesitan que parte del precio de adquisición sea financiado por recursos ajenos (el llamado apalancamiento financiero).
- Inversores industriales: este tipo de compradores invierte con un fin estratégico, por lo que las mayores dificultades para adquirir una compañía se centran en las negativas perspectivas económicas de España, ya que tienen mayor facilidad para



acceder a la financiación bancaria y son inversores con carácter permanente en el accionariado, por lo que la valoración de la empresa objetivo es un tema importante pero no determinante.

#### Tipología y estructura de inversiones/desinversiones

Las condiciones actuales del mercado hacen que tanto los compradores financieros como los industriales prefieran la toma de participaciones mayoritarias a las minoritarias. Sin embargo, las motivaciones de ambos tipos de inversores son muy diferentes. La toma de una participación mayoritaria por un inversor industrial vendrá motivada por su deseo de tomar el control de la compañía adquirida para poder generar con mayor facilidad sinergias operativas, economías de escala, diversificación de productos y/o

mercados, mientras que para un inversor financiero, que es un socio financiero de la compañía, es una manera de poder controlar al resto de inversores y facilitar una potencial desinversión futura al controlar la mayoría del capital.

En cuanto a las diferentes estructuras de una posible operación, las ampliaciones de capital y la compra de activos distress serán las operaciones más utilizadas, pues en ambos casos los recursos de la operación irán destinados, casi en su totalidad, a financiar el plan de negocio de la compañía en un momento de dificultad de acceso a la financiación bancaria.

Dada la dificultad de acceso a la financiación, la venta a un inversor industrial será la desinversión más habitual en los próximos meses.



Por el contrario, la salida a bolsa y la venta de la compañía al equipo directivo destacan como las estrategias de desinversión menos habituales en los próximos meses, sin duda influenciadas por el actual contexto. Sin embargo, hemos visto cómo las compañías empiezan a prepararse para una eventual salida a los mercados de capitales en el medio plazo iniciando discusiones con las agencias de rating y contratando asesores que les ayuden a preparar toda la documentación necesaria.

### ***Perspectivas del mercado de fusiones y adquisiciones en el corto y medio plazo***

En nuestra opinión, una vez se recupere la confianza en España, se va a experimentar una etapa más intensa en procesos de M&A y ampliaciones de capital. Esto no es más que un reflejo de los tres principales factores que hemos identificado que dificultan las operaciones corporativas: (i) la falta de financiación, (ii) las altas expectativas de precio por parte de los vendedores y (iii) las dudas sobre la deuda soberana española.

A pesar de todo esto, creemos que existen algunos factores que pueden impulsar la actividad en el medio plazo:

- Reestructuración empresarial/ desapalancamiento: hasta ahora, ha habido principalmente una actividad de refinanciación, que se ha basado, sobre todo, en la relajación de las condiciones de la deuda, ya sea mediante modificación de *covenants*, extensiones de períodos de pago, etc. En nuestra opinión, en los próximos años, con el objeto de incrementar la rentabilidad y eficiencia de las empresas y favorecer el desapalancamiento, se va a producir un proceso de desinversión de líneas de negocio no estratégicas como la ocurrida en el sector financiero durante 2012.
- Incremento rentabilidad: necesidad de crear empresas más solventes y eficientes en costes. Desde el inicio de la crisis, las compañías han realizado un proceso de dimensionamiento en costes con objeto de mantener sus niveles de rentabilidad a pesar de la crisis. Esta tendencia continuará en el corto y medio plazo, originando que las compañías más eficientes adquieran a las menos eficientes, con objeto de obtener sinergias y cuota de mercado.
- Internacionalización: con la caída del consumo interno, las compañías españolas están centrándose en el desarrollo de negocio internacional. El área de foco por excelencia es Latinoamérica, aunque vemos compañías invirtiendo fuertemente en Norteamérica y haciendo incursiones en Asia. Este impulso internacional no tiene marcha atrás y hará que las empresas españolas se vuelvan más eficientes y diversificadas. Asimismo, al perder peso la actividad nacional, tendrán mejor acceso a financiación en los mercados de destino de sus operaciones.
- Expectativas de precios: la dificultad para salir de la crisis está cambiando la mentalidad de determinados directivos que estaban esperando mejores momentos para afrontar una operación corporativa. Esta mentalidad ha provocado que las valoraciones que los directivos hacían de sus compañías no se ajustasen a la realidad del mercado, provocando importantes divergencias entre el comprador y el vendedor. Las malas expectativas de crecimiento en España en los próximos años tienen que provocar un cambio de mentalidad en los gestores de compañías, facilitando las operaciones corporativas.





---

## ***Principales conclusiones***

- 1.** Prevalecen las expectativas prudentes y hasta 2013-2014 no se espera la recuperación del mercado español de M&A.
- 2.** Sin embargo, algunos inversores más especializados y con presencia local están aprovechando la crisis para llevar a cabo la adquisición de activos o compañías atractivas a menores precios debido a la actual coyuntura económica.
- 3.** Vemos a los potenciales inversores enfocándose en compañías fuertemente internacionalizadas con menor dependencia del mercado español.
- 4.** Las ampliaciones de capital y las adquisiciones de activos procedentes de reestructuraciones corporativas o de los balances de cajas y bancos se perfilan como los principales tipos de operaciones para el próximo año.
- 5.** El modelo de gestión de los fondos de capital riesgo está sufriendo cambios como consecuencia de la crisis, focalizándose en una gestión activa de la cartera.
- 6.** Sin embargo, el número de fondos de capital riesgo activos en España no se ha visto reducido a pesar del menor número de operaciones, y estos fondos todavía disponen de más de 3.000 millones de euros de capital disponible para invertir.
- 7.** En conclusión, a pesar de la crisis económica española, existen buenas posibilidades de compra para inversores oportunistas.

---

## Índice de figuras

<b>Figura 1.</b> El mercado de valores español: mercados regulados. Fuente: Bolsa de Madrid.	6
<b>Figura 2.</b> Sector financiero español: fuentes de financiación de la economía en porcentaje. Fuente: Financial Stability Board.	7
<b>Figura 3.</b> Sector financiero de EEUU: fuentes de financiación de la economía en porcentaje. Fuente: Financial Stability Board.	8
<b>Figura 4.</b> Desglose de la actividad global de M&A en Europa por valor y número de operaciones. Fuente: Press Release mergermarket M&A Round-up for Q2 2012. .	9
<b>Figura 5.</b> Emisión bruta de bonos en los países industrializados, por país/región. Fuente: Banco de España.	9
<b>Figura 6.</b> Salidas a bolsa en España 2001-2012. Fuente: Expansión.	11
<b>Figura 7.</b> Beneficios de cotizar en bolsa. Fuente: PwC.	13
<b>Figura 8.</b> Renta per cápita vs número de compañías cotizadas vs capitalización de mercado. Fuente: WFE, World Bank, PwC.	16
<b>Figura 9.</b> Número de compañías cotizadas. Fuente: WFE, PwC.	17
<b>Figura 10.</b> Relación con inversores y website, clave en la imagen y el valor de las compañías. Fuente: PwC.	22
<b>Figura 11.</b> Los protagonistas de la Bolsa española. Fuente: Expansión, 3 de diciembre de 2012.	23
<b>Figura 12.</b> Posición de España en el ámbito institucional a nivel global (izquierda) y atractivo para inversores (derecha). Fuente: World Economic Forum, World Bank, PwC.	25
<b>Figura 13.</b> Una ayuda clave a la financiación de las empresas. Fuente: BME.	31
<b>Figura 14.</b> MAB: un impulso para las compañías. Evolución de las empresas entre 2010 y 2011. Fuente: BME.	32
<b>Figura 15.</b> Retroalimentación negativa. Fuente: PwC.	33
<b>Figura 16.</b> Liquidez de AIM y Alternext vs Ibex 35. Fuente: PwC.	34
<b>Figura 17.</b> Endeudamiento privado español 1994-2011 con respecto al PIB. Fuente: BME.	39
<b>Figura 18.</b> Criterios de clasificación de las principales agencias de rating Fuente: PwC.	40



<b>Figura 19.</b> Emisiones de bonos <i>High Yield</i> en Europa 2011-2012 (millones de euros). Fuente: S&P LCD.	40
<b>Figura 20.</b> Sector financiero español: fuentes de financiación de la economía en porcentaje Fuente: Financial Stability Board.	42
<b>Figura 21.</b> Diversificación geográfica de las emisiones de bonos en Europa en función de la nacionalidad del emisor (2011). Fuente: LCD Standard & Poors. (La referencia a EEUU en la tabla anterior hace referencia a emisiones en EEUU como parte de una emisión de bonos en Europa donde hay un tramo que se coloca en EEUU).	43
<b>Figura 22.</b> Evolución rentabilidad bonos <i>High Yield</i> desde 2006 a junio de 2012 en Europa. Fuente: LCD Standard & Poors.	44
<b>Figura 23.</b> Evolución del nivel de apalancamiento de los préstamos por tipo de deuda en Europa. Fuente: LCD Standard & Poors. Datos a junio de 2012.	45
<b>Figura 24:</b> Evolución operaciones de Fusiones y Adquisiciones en Europa y España (miles de millones de euros). Fuente: LCD Standard & Poors (datos a septiembre 2012).	49
<b>Figura 25.</b> Operaciones de <i>private equity</i> en Europa. Fuente: Mergermarket.	51
<b>Figura 26.</b> Operaciones de <i>private equity</i> en España en 2012. Fuente: PwC.	51

---

## Contactos

### **Rocío Fernández Funcia**

Socia de Mercado de Capitales de PwC España  
rocio.fernandez@es.pwc.com  
+34 915 685 052

### **Gemma Moral**

Socia del sector Financiero de PwC España  
gemma.moral@es.pwc.com  
+34 915 684 467

### **Luis Felipe Castellanos**

Socio de Corporate Finance de PwC España  
luis.felipe.castellanos@es.pwc.com  
+34 915 684 405

### **Vicente García**

Director de Mercado de Capitales de PwC España  
vicente.garcia.rodriguez@es.pwc.com  
+34 915 684 116

Un nuevo patrón de crecimiento que se sustenta en cinco pilares principales:  
**internacionalización, innovación, economía baja en carbono, economía del conocimiento y modernización de las Administraciones Públicas.**

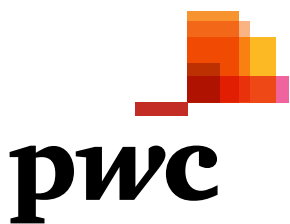


*Crecimiento Inteligente*

El proyecto está coordinado por Jordi Sevilla,  
senior advisor de PwC.

Más información en [www.pwc.es](http://www.pwc.es)





PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 158 países con cerca de 169.000 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

© 2012 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L, firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.