

---

## *Fondos para el crecimiento de las empresas*

# *Bonos en el Ibex35*

---

### *Conclusión*

En España, las empresas tienen una dependencia elevada de la financiación bancaria. Nosotros calculamos que sólo aproximadamente el 20% de su financiación proviene de bonos, un porcentaje muy inferior al de los países de nuestro entorno. El proceso de diversificación hacia fuentes no bancarias no es fácil ni rápido. Las grandes compañías españolas pertenecientes al Ibex35, empezaron hace algunos años a emplear financiación alternativa y actualmente se financian en un 32% mediante bonos. Aun así, todavía un quinto de las grandes empresas no han accedido al mercado de bonos, y este porcentaje es mucho mayor para las empresas que no forman parte del Ibex35.

Antes de la crisis, muchas empresas no percibían la necesidad de diversificar sus fuentes de financiación, dado que el crédito bancario era abundante y a tipos bajos. Esta situación puso a muchas de ellas en situación de dificultad cuando los bancos redujeron sus líneas de crédito en los años posteriores a la recesión. Recientemente, los bancos han retomado la concesión de nuevos créditos; sin embargo, todavía muchas empresas siguen teniendo difícil su acceso e, incluso para las que sí acceden a él, la experiencia de la crisis les ha enseñado que no se puede confiar en un único tipo de proveedor para financiar sus proyectos ya que, diversificando las fuentes de financiación, se diversifica también el riesgo. Por tanto, estamos convencidos de que seguirá aumentando la proporción de deuda no bancaria en el conjunto de la economía.

Muchas de las pequeñas y medianas empresas españolas no tienen acceso a los mercados de capitales públicos, por tamaño o por carecer de un *rating* público. Sin embargo, sí pueden tener acceso a los mercados de capitales privados, donde no es necesario tener un *rating* público y los costes de transacción son muy inferiores.



Operadores como Bravo Capital son la puerta de acceso a dinero de inversores para muchas compañías que, por el motivo que sea, no acceden a mercados públicos. Este tipo de alternativas son complementarias a la financiación bancaria de las empresas.

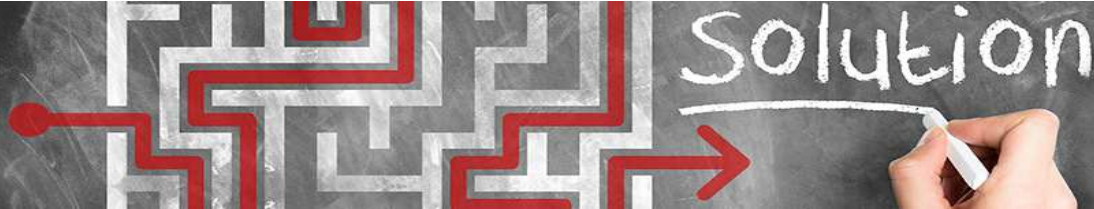
---

Este análisis tiene como objeto describir la estructura de la deuda financiera de las empresas que actualmente forman parte del Ibex35, excluyendo a bancos y aseguradoras, así como su evolución a lo largo de los años 2013, 2014 y 2015.

Las grandes empresas españolas representan una punta de lanza en cuanto a la diversificación de sus fuentes de financiación. Muchas de estas empresas han dejado de tener una deuda 100% bancaria para abrirse a otro tipo de inversores en su pasivo, mediante emisiones en los mercados de capitales o la incorporación de fondos de inversores. Sin embargo, aún hay un 20% de compañías del Ibex35, excluyendo bancos y aseguradoras, que todavía no han hecho ninguna emisión en el mercado de bonos. Fuera del Ibex35, son mayoría las empresas que no emiten bonos. En el conjunto de las empresas españolas (cotizadas y no cotizadas) calculamos que sólo el 20% de la financiación proviene de bonos, un porcentaje muy inferior al de los países de nuestro entorno. Y es que, el proceso de conseguir fondos de inversores, no siempre es obvio ni fácil, y cuando se trata de mercados públicos supone prepararse y hacer cambios internos en la empresa.

#### **Resultado del análisis:**

- ✓ De media, las empresas del Ibex35 se financiaron en un 32% con bonos en 2015. Si sólo tenemos en cuenta las compañías que financian parte de su deuda con bonos, el promedio de dicha financiación es del 40%. Si observamos la deuda a plazo superior a un año, la cifra aumenta al 45%.
- ✓ Observamos que el bono tiene un papel clave de financiación alternativa a la bancaria en deudas a largo plazo, mientras que a corto plazo, otras formas de financiación juegan un papel más protagonista, como pueden ser descuentos de facturas o financiación a proveedores.
- ✓ Hay ocho empresas que se financian en más de un 50% mediante bonos.
- ✓ En 2015, once empresas aumentaron la proporción de bonos en su pasivo financiero.
- ✓ Las empresas pertenecientes a los sectores Petróleo y Energía y Tecnología y Telecomunicaciones son las que emiten un mayor número de bonos, y suponen entre los dos el 77% de los bonos del Ibex35.



## ***Introducción***

Este estudio tiene como objeto analizar la estructura de financiación de las compañías que forman parte del Ibex35, a 26 de mayo de 2016, así como su evolución entre 2013, 2014 y 2015.

Para este análisis no hemos incluido a las entidades de servicios financieros y seguros que forman parte del Ibex35, por tener éstas una dinámica diferente en la obtención de recursos. Tampoco a ArcelorMittal porque está domiciliada en Luxemburgo.

Los datos que hemos utilizado son los correspondientes a 31 de diciembre de los años 2013, 2014 y 2015, según sus cuentas anuales consolidadas y auditadas.

En el anexo de este informe adjuntamos una tabla de datos con el resumen de la información resultante del análisis.

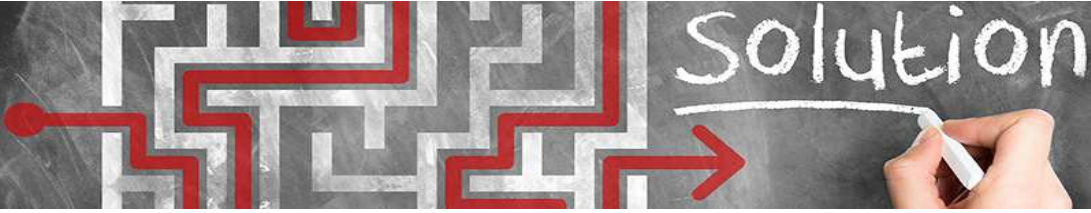
## ***Principales conclusiones***

Como hemos mencionado en portada, cuatro son las principales ideas que resultan de nuestro análisis:

### ***Ocho compañías del Ibex35 logran ya más del 50% de su financiación a través de bonos***

Cada día es mayor el número de empresas que buscan una financiación alternativa a la banca, sin embargo, todavía un 20% de las empresas no financieras que forman parte del Ibex35 no han accedido al mercado de deuda. Asimismo, la media del peso de los bonos se sitúa en el 32% en 2015. Si bien es verdad que si sólo tenemos en cuenta las compañías que financian parte de su deuda mediante bonos, el promedio de dicha financiación aumenta hasta el 40%.

En 2015, en ocho compañías la financiación no bancaria supone más del 50% de su financiación externa. El podio de las compañías con un porcentaje superior de financiación no bancaria está formado por Telefónica (76%), Gas Natural (68%) y Abertis (67%). Las cinco empresas restantes que se financian en más de un 50% a través

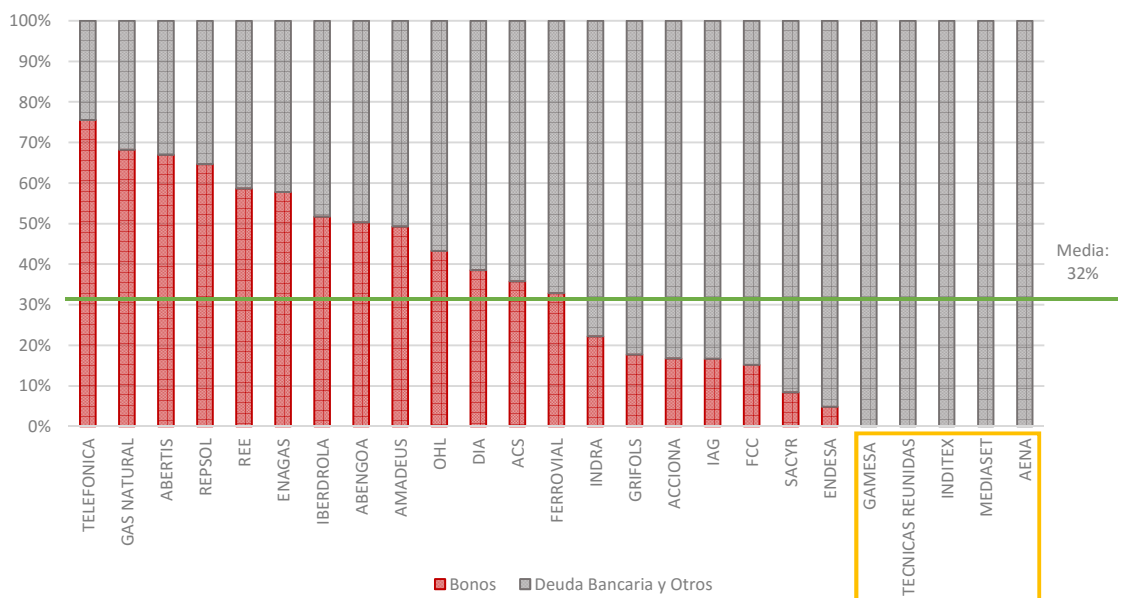


de bonos son Repsol (65%), Red Eléctrica Española (59%), Enagas (58%), Iberdrola (52%) y Abengoa (50%).

Además, hay un importante número de empresas del Ibex35 cuyo porcentaje de financiación no bancaria oscila entre el 15% y el 50%. Así, Amadeus emite bonos por un porcentaje del 49%, OHL alcanza un 43%, DIA un 39%, ACS un 36%, Ferrovial un 33%, Indra un 22%, Grifols un 18%, Acciona e IAG un 17% y FCC un 15%, lo que indica una alta diversificación de las fuentes de financiación por parte de las grandes empresas del país.

Como hemos indicado anteriormente, un 20% de las empresas no emiten bonos, entre las cuales se incluyen Mediaset e Inditex con deudas cercanas a cero.

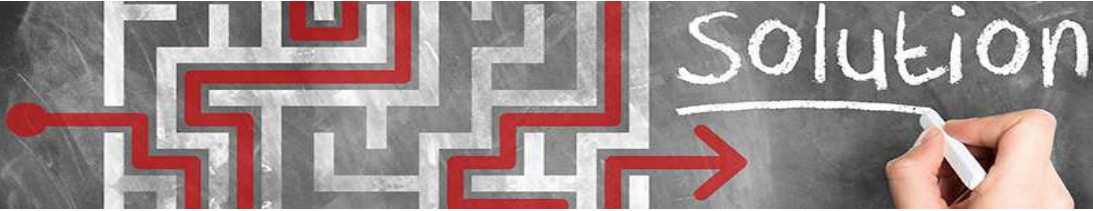
**Gráfico 1. Estructura del endeudamiento de las empresas del Ibex35 y su promedio**



**Fuente.** Elaboración propia

Si analizamos exclusivamente la deuda bancaria y los bonos y obligaciones a largo plazo, excluyendo de esta manera el corto plazo, serían nueve empresas, y no ocho, las que se financian en más de un 50% con deuda no bancaria.

Además, la media del peso de los bonos en ese caso se situaría en el 34% en 2015. Asimismo, si sólo tenemos en cuenta las compañías que financian parte de su deuda mediante bonos, el promedio de dicha financiación aumenta hasta el 45%.

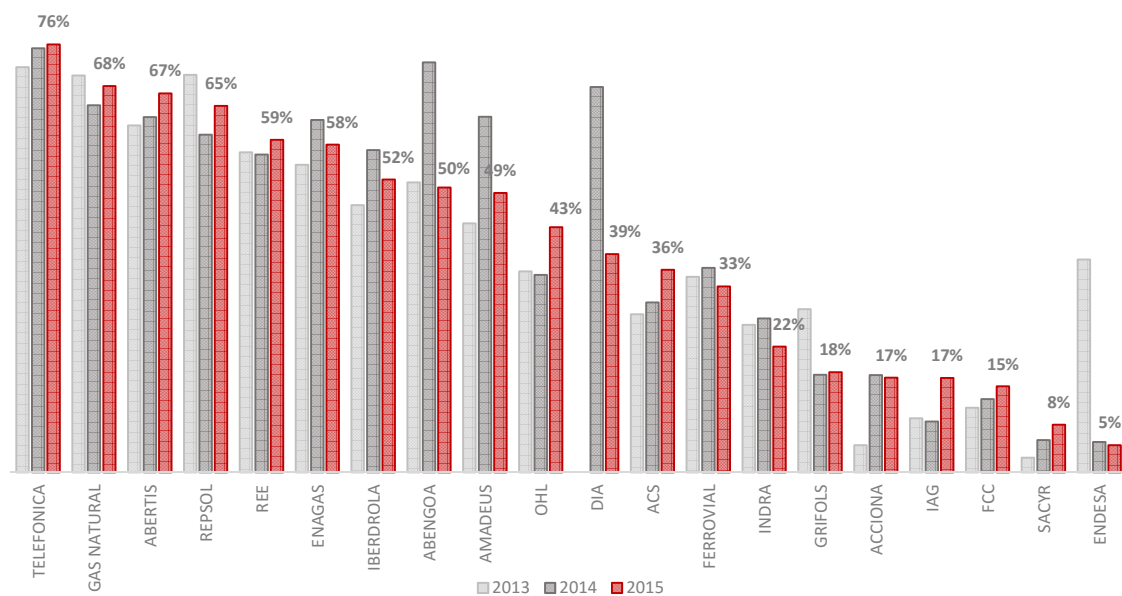


Con ello, concluimos que la financiación alternativa en forma de bono tiene mayor peso en contratos a largo plazo, y nos hace pensar que otras fuentes alternativas de financiación a la bancaria, como descuento de facturas o financiación a proveedores, compiten en el mercado cortoplacista.

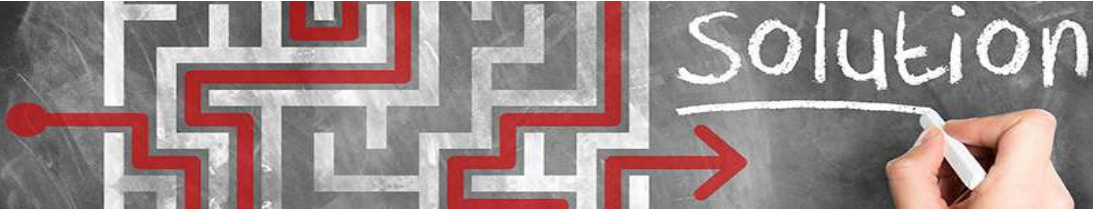
### ***Entre 2014 y 2015, existe una evolución positiva de los bonos por parte de las empresas***

En este periodo de tiempo ha habido un incremento del peso de los bonos en la estructura de deuda de la empresa, salvo excepciones como Abengoa, DIA o Amadeus, que se deben a motivos extraordinarios. En el caso de Abengoa, sale del Ibex35 en noviembre de 2015, después de anunciar un posible pre-concurso de acreedores. En el caso de DIA, el peso de los bonos sobre la deuda se ha reducido de un 68% a un 39%, no debido al volumen de bonos, que incluso aumenta un 0,3%, sino por el aumento de los créditos sindicados, préstamos hipotecarios y bilaterales y papel comercial que la empresa mantiene con los bancos. Por último, Amadeus ve aumentado su pasivo corriente un 32%, principalmente debido a deudas con entidades de crédito por arrendamiento financiero y otras.

**Gráfico 2. Porcentaje de bonos sobre la deuda total (2013-2015)**



Fuente. Elaboración propia

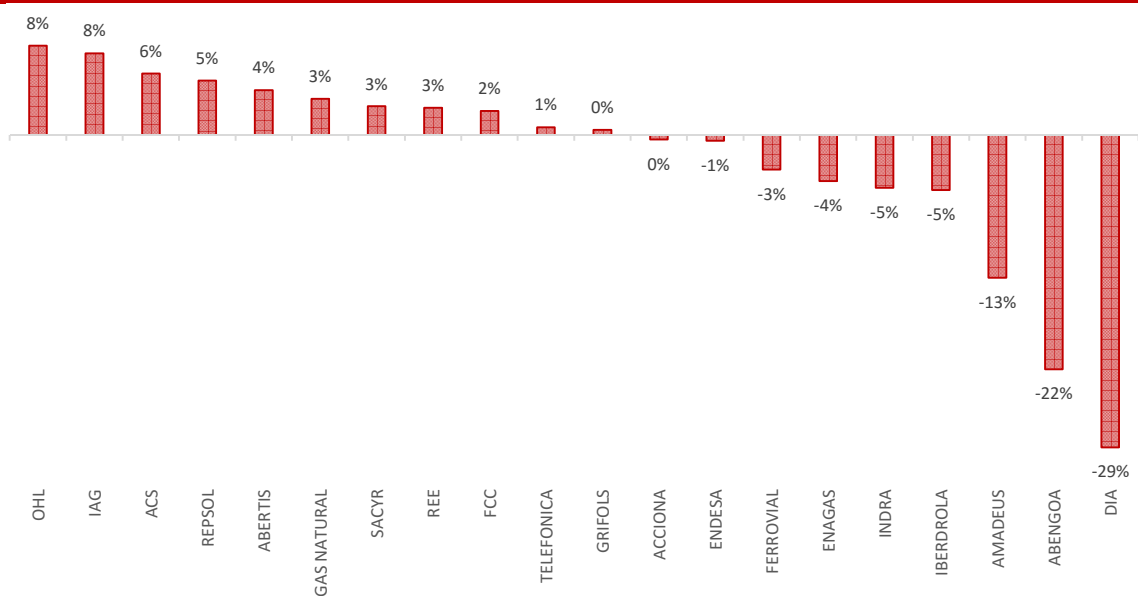


En general, el peso de los bonos ha crecido 2 puntos porcentuales entre 2014 y 2015 en las compañías analizadas y ya venía creciendo 4 puntos el año anterior.

Entre las evoluciones de las distintas empresas, destacan positivamente IAG, Sacyr y OHL. Resulta muy interesante que las compañías del sector Construcción e Ingeniería presentan unas altas tasas de crecimiento de los bonos. Así, entre 2014 y 2015, FCC ha crecido 17 puntos porcentuales, Sacyr 47, ACS 19 y OHL 8 puntos porcentuales.

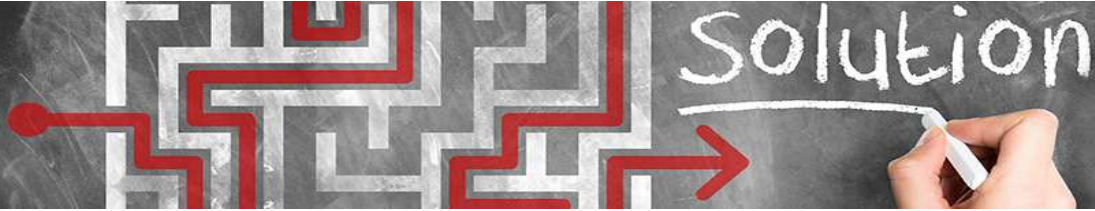
El entorno económico de los últimos años se ha caracterizado por la contracción del crédito y el necesario desapalancamiento de las compañías. Esto ha forzado a las empresas a buscar la diversificación de sus fuentes de financiación, afectando especialmente a las compañías del sector de la Construcción.

**Gráfico 3.** Variación del peso de los bonos sobre la deuda total en 2015 respecto a 2014, en porcentaje



**Fuente.** Elaboración propia

Si sólo observamos el largo plazo del balance, el mayor aumento proviene de IAG (+11%) y la mayor caída de Abengoa (-75%) que, debido a su delicada situación financiera, pierde la capacidad de financiarse a largo plazo con bonos.



## **Las empresas con mayor capitalización bursátil coinciden con las que tienen un mayor importe en emisión de bonos**

Las compañías de mayor capitalización del Ibex35 son las que acaparan una mayor cantidad de bonos y obligaciones. Telefónica, Iberdrola y Gas Natural son las compañías que tienen un mayor importe de bonos emitidos, y están entre las cinco mayores en capitalización, tanto en valor absoluto como en valor porcentual.

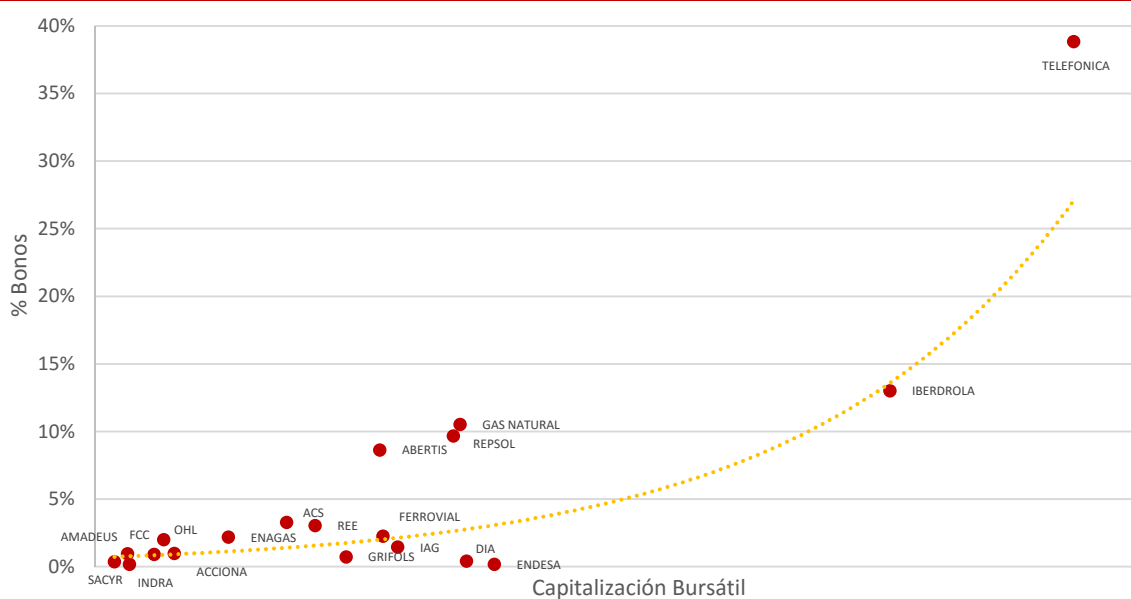
Debemos tener en cuenta que empresas como Iberdrola y Endesa han visto reducida la cantidad de bonos que tenían en manos de inversores. En el caso de Endesa debido a la desinversión en Latinoamérica.

También existe una excepción que es Inditex, la empresa con mayor capitalización del Ibex35 (tras Banco Santander), pero que tiene una posición neta de caja, ya que se financia a través de sus proveedores.

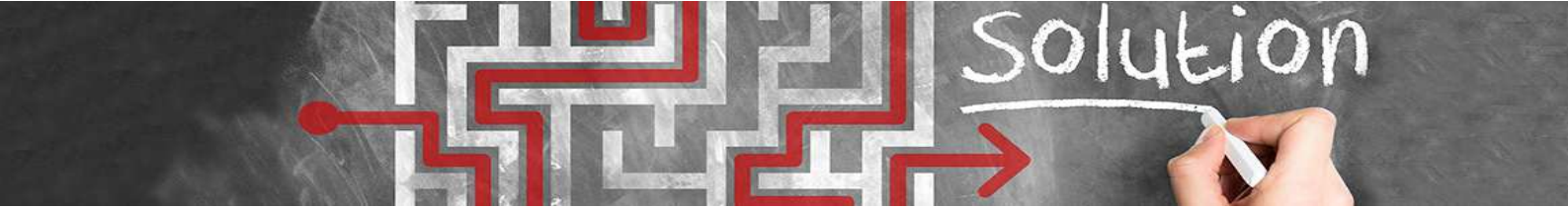
En definitiva, las empresas de mayor tamaño son las que acceden en mayor cuantía a dinero directamente de inversores a través del mercado de bonos.

En el siguiente gráfico, se visualiza el porcentaje de bonos en manos de las distintas empresas del Ibex35, según el tamaño de la misma.

**Gráfico 4.** Proporción de bonos según el valor bursátil de la compañía (2015), en porcentaje



Fuente. Elaboración propia



## ***En 2015, se aprecia una mayor participación de los distintos sectores en la cuantía de bonos***

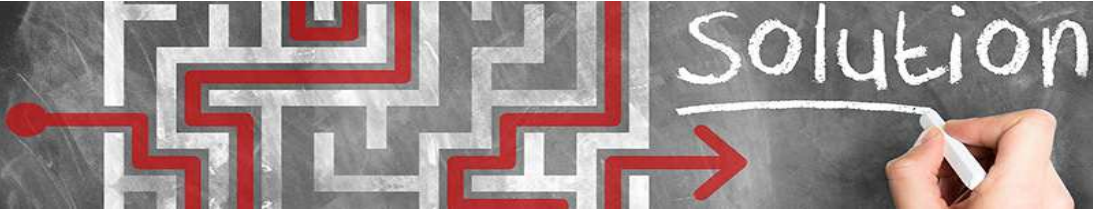
En 2014, los sectores Tecnología y Telecomunicaciones, así como Petróleo y Energía, continúan siendo los líderes en bonos emitidos, con el 39% y el 38% de cuota de mercado respectivamente. Esto se debe al carácter intensivo en capital de las actividades que desarrollan. Asimismo, el sector energético español ha sufrido tensiones financieras a lo largo de su historia, lo cual ha estimulado la búsqueda de alternativas de financiación. De esta manera, han reducido su dependencia con la tradicional financiación bancaria.

Entre 2014 y 2015, se aprecia una mayor participación de las empresas del sector Bienes y Servicios de Consumo en la emisión de bonos, destacando IAG, Grifols y DIA, por diferentes motivos:

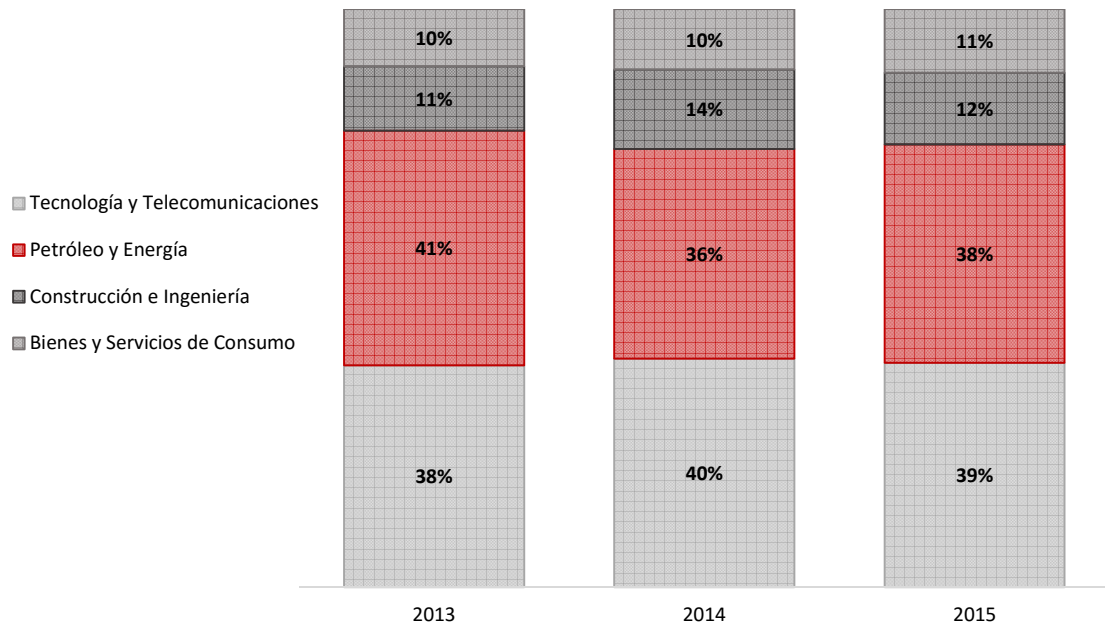
- El alto apalancamiento financiero, dependiente de los bancos, ha empujado a la búsqueda de nuevas fuentes de financiación, como el mercado de bonos, que permitan cumplir con la reducción impuesta por la banca de su deuda.
- La necesidad de acometer nuevos proyectos que, en el contexto actual, el sector de la banca no ha deseado financiar.
- IAG destina parte de los fondos obtenidos a la amortización de préstamos y al cumplimiento de su política de dividendo.
- En el caso de Grifols, parte de los fondos de la emisión se utilizan para el repago de bonos existentes.

Definitivamente, se aprecia una tendencia de las compañías por salir al mercado de capitales para buscar financiación, especialmente en sectores no acostumbrados a ello tradicionalmente.





**Gráfico 5.** Peso de los bonos emitidos por los diferentes sectores (2015), en porcentaje



**Fuente.** Elaboración propia

En el caso de analizar únicamente el largo plazo, Petróleo y Energía y Tecnología y Telecomunicaciones siguen siendo los que más se financian mediante bonos, sin embargo, es este último el que lo hace en mayor medida. También Bienes y Servicios de Consumo superarían al sector Construcción e Ingeniería.

Como se muestra en la próxima tabla, la mayoría de los sectores tienden a utilizar en pequeña medida los bonos y obligaciones para financiarse más a largo plazo.

**Tabla 1.** Comparativa del porcentaje de bonos totales y a largo plazo por sectores (2013-2015)

	% bonos deuda a largo plazo			% bonos deuda total		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Petróleo y Energía	70%	70%	72%	55%	55%	56%
Construcción e Ingeniería	29%	32%	26%	23%	28%	29%
Bienes de Consumo	29%	16%	17%	29%	17%	18%
Servicios de Consumo	33%	34%	37%	30%	32%	34%
Tecnología y Telecomunicaciones	73%	82%	72%	70%	74%	74%
<b>Total</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>55%</b>	<b>48%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>

**Fuente.** Elaboración propia