

# PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA: IMPACTO Y RETOS DE LA CRISIS EN SU FINANCIACIÓN

*Directores*

José Luis Crespo Espert (IAES/Universidad de Alcalá)  
Antonio García Tabuenca (IAES/Universidad de Alcalá)

ISBN: 978-84-615-6781-2  
Depósito Legal: M. 8932 - 2012  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



## ÍNDICE

<b>EQUIPO DE TRABAJO</b> _____	<b>X</b>
<b>PRESENTACIÓN</b> _____	<b>X</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	
1. Introducción _____	X
2. Decálogo sobre la Pyme y su financiación durante la crisis _____	X
3. Resumen y aspectos más destacados de los trabajos _____	X
4. Decálogo resumido _____	X
<i>José Luis Crespo Espert (IAES/UAH) y Antonio García Tabuenca (IAES/UAH)</i> _____	X
<b>I. EL MARCO DE LA FINANCIACIÓN Y LA PYME</b>	
<b>1. Entorno económico nacional e internacional y financiación de la PYME en España.</b> <i>Emilio Ontiveros (UAM y AFI) y Francisco J. Valero (UAM y AFI)</i> _____	X
<b>2 El acceso de las Pyme al crédito bancario: España en el contexto de la Eurozona.</b> <i>Joaquín Maudos (UV e IVIE)</i> _____	X
<b>3. La participación financiera de los empleados en la empresa: Una política para la inversión y financiación en capital organizacional.</b> <i>Emilio Huerta Arribas (UPNA) y Vicente Salas Fumas (UZ)</i> _____	X
<b>4. Restricciones en los mercados a la financiación de la PYME, ¿existen soluciones?</b> <i>Óscar Arce (CNMV) y Elías López (CNMV)</i> _____	X
<b>5. Simplificación contable-administrativa en las microentidades: Impacto económico y financiero.</b> <i>José Antonio Gonzalo Angulo (ICAC y UAH)</i> _____	X
<b>II. LA PYME EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA</b>	
<b>6. Estructura financiera de la Pyme y su inflexión en la recesión (situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario).</b> <i>Juan Antonio Maroto Acín (UCM)</i> _____	X
<b>7. Nuevas perspectivas para el crédito relacional a las Pyme en España.</b> <i>Santiago Carbó Valverde (UGr) y Francisco Rodríguez Fernández (UGr)</i> _____	X
<b>8. Banca comercial y de empresas, financiación y servicios a la Pyme.</b> <i>Jaime Romagosa Soler (BS)</i> _____	X
<b>9. El ICO y la financiación de las Pyme: Respuestas ante la crisis económica.</b> <i>Enrique Villarreal Rodríguez (UV)</i> _____	X



### III. PYME Y EMPRENDIMIENTO ANTE ALTERNATIVAS PÚBLICAS Y PRIVADAS DE FINANCIACIÓN

10. **La Pyme ante el reto de la cotización en los mercados.**  
*David Carro (DCM Asesores)* \_\_\_\_\_ X
11. **Financiación de la Pyme en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB.**  
*Antonio Giralt (MAB) y Jesús González Nieto (MAB)* \_\_\_\_\_ X
12. **Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la Pyme: Hechos, crítica y propuestas.**  
*María Callejón (UB) y Agustí Segarra (URV)* \_\_\_\_\_ X
13. **El modelo de garantías de crédito y reafianzamiento: Alcance de su eficiencia y retos.**  
*Clara Cardone-Ripotella (UPO) y Anahí Briozzo (UNS)* \_\_\_\_\_ X
14. **El reto de la financiación de la Pyme en los mercados de capitales: Capital riesgo, redes de inversores, fondos de titulización y emisiones de deuda.**  
*José Martí Pellón (UCM)* \_\_\_\_\_ X
15. **La Pyme en la exportación de la industria española.**  
*Rafael Myro (UCM) y Federico Pablo Martí (UAH)* \_\_\_\_\_ X

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN** \_\_\_\_\_ X

**ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS** \_\_\_\_\_ X



**EQUIPO DE TRABAJO**

***DIRECTORES***

**José Luis Crespo Espert**

*Instituto de Análisis Económico y Social  
Profesor Titular de la Universidad de Alcalá*

**Antonio García Tabuena**

*Instituto de Análisis Económico y Social  
Profesor Titular de la Universidad de Alcalá*

***COLABORADORES***

**Oscar Arce Hortigüela**

*Director del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV*

**Anahí Briozzo**

*Profesora de la Universidad Nacional del Sur, Argentina*

**María Callejón**

*Catedrática de la Universidad de Barcelona*

**Santiago Carbó Valverde**

*Catedrático de la Universidad de Granada*

**Clara Cardoné-Ripotella**

*Catedrática de la Universidad Pablo Olavide*

**David Carro**

*DCM Asesores*

**Antonio Giralt**

*Presidente del MAB*

**Jesús González Nieto**

*Vicepresidente y Gerente del MAB*

**José Antonio Gonzalo Angulo**

*Presidente del ICAC y Catedrático de la Universidad de Alcalá*

**Emilio Huerta Arribas**

*Catedrático de la Universidad Pública de Navarra*

**Elías López**

*Subdirector del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV*

**Juan Antonio Maroto Acín**

*Catedrático de la Universidad Complutense*



**José Martí Pellón**

*Profesor Titular de la Universidad Complutense de Madrid*

**Joaquín Maudos Villarroya**

*Catedrático de la Universidad de Valencia e investigador del IVIE*

**Rafael Myro**

*Catedrático de la Universidad Complutense*

**Emilio Ontiveros Baeza**

*Catedrático de la Universidad Autónoma y Presidente de AFI*

**Federico Pablo Martí**

*Profesor Titular de la Universidad de Alcalá*

**Francisco Rodríguez Fernández**

*Profesor Titular de la Universidad de Granada*

**Jaime Romagosa Soler**

*Director International Desk, Banco Santander*

**Vicente Salas Fumas**

*Catedrático de la Universidad de Zaragoza*

**Agustí Segarra**

*Catedrático de la Universidad Rovira i Virgili*

**Francisco J. Valero**

*Catedrático de la Universidad Autónoma y Socio de AFI*

**Enrique Villareal Rodríguez**

*Profesor Titular de la Universidad de Valencia*

**GRUPO DE CONSULTA**

**Alfredo Jiménez Fernández**

*Director de Análisis y Estudios, FEF*

**Jesús López Zaballos**

*Vicepresidente de EFFAS y Director Gerente Escuela FEF-IEAF*

**Javier Méndez Llera**

*Director General Adjunto, FEF y Secretario General Adjunto, IEAF*

**Rafael Sarandeses Astray-Caneda**

*Director General, FEF y Secretario General, IEAF*

**Juan Carlos Ureta Domingo**

*Presidente FEF-IEAF*



## PRESENTACIÓN

La crisis económica y financiera está teniendo numerosas repercusiones en los sistemas productivos de muchos países y uno de sus efectos negativos lo constituye las dificultades de financiación de las pequeñas y medianas empresas. En un periodo de crisis, particularmente si ésta presenta fuertes impactos en la economía financiera y real, se agudizan los problemas de coste y acceso a la financiación ajena ante el comportamiento de las entidades financieras, que imponen medidas de restricción del crédito, justificadas en las malas expectativas de la economía.

En este contexto de dificultades, la Fundación de Estudios Financieros (FEF) decidió poner en marcha este estudio cuyo objetivo es reflexionar sobre lo que se debería hacer para mejorar el acceso a la financiación de las Pyme, aportando nuestras conclusiones y recomendaciones. Fruto de esta preocupación, el Patronato de la FEF acordó en diciembre del año 2010 incorporar al Plan de Actividades Fundacionales 2011 el informe que ahora presentamos.

La FEF, comprometida con el análisis de los temas financieros de actualidad, ha reunido a algunos de los especialistas en esta materia, pertenecientes tanto al campo académico como al institucional y bancario, para que expongan en esta obra sus ideas, investigaciones y propuestas y se facilite el debate y posibles nuevas vías de acción, tanto en la esfera del sector privado como en el de las instituciones públicas.

Los quince trabajos que se presentan en la obra ofrecen una buena plataforma para la comprensión y orientaciones futuras de algunas de las principales perspectivas desde las que se puede abordar esta materia; en concreto de tres

de ellas: 1) el marco de la financiación de la Pyme, 2) la financiación bancaria de la pequeña y mediana empresa en España, y 3) otras alternativas de financiación no bancaria de la Pyme, públicas o privadas.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las diferentes aportaciones realizadas por los colaboradores que han participado en él y un decálogo de conclusiones/recomendaciones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir. Con este decálogo, la Fundación pretende destacar algunas ideas y reflexiones importantes en relación con el problema de la financiación de la Pyme.

Una de las conclusiones del estudio es que con la crisis actual ha empeorado el entorno financiero de la Pyme de forma significativa, como también les ha ocurrido a otros agentes económicos. No obstante, las debilidades que a este respecto muestra este tipo de empresa son estructurales, en el sentido de que se observan también en coyunturas económicas o financieras más favorables, aunque, eso sí, de forma más atenuada.

Sin embargo, la crisis actual está reclamando la necesidad de incentivar el crecimiento económico y el empleo por todas las vías posibles. Entre ellas, la Pyme y su acceso a la financiación han cobrado un especial protagonismo, que ya existía antes, pero que requiere ahora una atención más importante.

Sobre esta base, teniendo en cuenta la elevada relevancia de la Pyme en el conjunto de las economías, las autoridades públicas deberían desarrollar al máximo las alternativas de financiación con que cuenta este tipo de empresa. No



se trataría tanto de sustituir la que es su principal fuente, la financiación bancaria, sino de ampliar sus posibilidades, especialmente en circunstancias difíciles, como las actuales.

Tal y como se sugiere a lo largo del libro, estas soluciones deberían basarse en las buenas prácticas internacionales sobre financiación de la Pyme, en modelos de colaboración público-privados que impulsen nuevos espacios en los mercados de capitales y favorezcan la reducción de barreras –reales y culturales– y en la creación de plataformas alternativas de negociación de ámbito europeo. Parece necesario, asimismo, adoptar una normativa (española y comunitaria) a «escala Pyme» y revisar la regulación y principales directivas que afectan a estas empresas.

En nuestra opinión, en el contexto de restricción crediticia y pese a la situación adversa de los mercados bursátiles en la actualidad, abrir vías de financiación para la pequeña y mediana empresa a través de emisiones de acciones y de empréstitos se convierte en una necesidad. Teniendo en cuenta los antecedentes, el desarrollo de estas alternativas financieras precisa de una acción pública decidida, que debería concretarse en incentivos fiscales atractivos y otras fórmulas para quienes inviertan a través de vehículos especializados o directamente en este tipo de compañías, tal como se ha hecho con muy buenos resultados en Gran Bretaña. En otro caso, estas alternativas, como por ejemplo el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), probablemente tendrán una lenta y

débil implantación o quedarán como un intento fallido más.

Por último, es necesaria la búsqueda de nuevas soluciones que fomenten el espíritu emprendedor y la innovación. El acceso al crédito para la Pyme innovadora es un verdadero reto para la modernización del tejido productivo español. Por ello, las políticas de apoyo a la financiación de la Pyme deben orientarse a incentivar particularmente las actividades avanzadas y con mercados en expansión y ayudar a las empresas jóvenes a través de mecanismos de mercado.

El estudio se titula «Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación» y ha sido dirigido por D. José Luis Crespo Espert y D. Antonio García Tabuenca, del Instituto de Análisis Económico y Social (IAES) y Profesores Titulares de la Universidad de Alcalá. A su vez ha contado con un equipo de competentes colaboradores vinculados al mundo académico, profesional y de la administración. A todos ellos quiero transmitirles mi agradecimiento y felicitación por el buen trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros espera que esta iniciativa contribuya al reconocimiento de la importancia de la Pyme en el sistema productivo español y sirva para enriquecer el debate sobre la necesidad de mejorar su acceso a la financiación.

Juan Carlos Ureta Domingo  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES

**José Luis Crespo Espert**  
**Antonio García Tabuenca**  
**IAES/Universidad de Alcalá**

### 1. INTRODUCCIÓN

Es generalmente reconocido por la literatura económica y los principales informes de organismos europeos e internacionales que en las economías modernas la pequeña y mediana empresa (Pyme) cumple un destacado papel, tanto por su presencia en el entramado empresarial como por el valor añadido y empleo que genera, así como por su capacidad de adaptación e instrumentación de la innovación (Ontiveros y Valero, 2012).

Estas razones han hecho que en las últimas décadas aumente notablemente el interés público y privado, así como la investigación académica por el fenómeno de las Pyme y su papel en la actividad económica. Por otra parte, este interés también se debe al creciente número de nuevas empresas de estas características que entran cada año en el mercado. Concretamente, en España, entre 1985, año anterior al ingreso en la Comunidad Económica Europea, y 2011, en plena crisis económica –con reducción del número de empresas en los últimos tres años–, el parque empresarial ha pasado de albergar 1.573.956 establecimientos a tener 3.250.576 empresas, es decir durante el período se ha dado un incremento del 106 por cien, lo que supone una tasa de crecimiento acumulativa media anual del 3 por cien.

Este crecimiento empresarial español, basado principalmente en la pequeña y mediana empresa, se ha extendido territorial y sectorialmente y ha ido configurando, en términos generales, un tejido moderno, capaz de asumir riesgos y nue-

vos proyectos, que ha ido abriéndose al exterior y adaptándose a los cambios impuestos por el mercado interior europeo y el proceso de globalización económica internacional. A ello ha coadyuvado de manera determinante el fuerte despegue y consolidación multinacional de un reducido grupo de grandes empresas.

Cuando se desciende, sin embargo, a examinar el contenido competitivo e innovador y el desempeño agregado de algunos indicadores empresariales, la cuestión numérica del fuerte ritmo creciente de aventuras empresariales queda matizada y genera alertas en el análisis por diversas razones. En primer lugar por el reducido tamaño de las explotaciones empresariales, que no sólo no mejora con el paso de los años, sino que más bien empeora, lo cual se debería, entre otras razones, a que numerosas entradas en el mercado estarían basadas más en motivos de necesidad que de oportunidad, es decir, en sustituir un puesto de asalariado o desempleado por un puesto de trabajador autónomo con formato empresarial, de nulo o escaso crecimiento a largo plazo. Pero tampoco crecen, al menos suficientemente, las unidades pequeñas, incluso las que tienen forma de sociedad.

Este reducido tamaño global tiene consecuencias en la elección de la rama de actividad. En la última década –entre la expansión y la crisis–, la dinámica emprendedora en España ha sido mayor en el sector servicios, aunque con una tendencia decreciente, mientras que en la industria ha sido la más baja, y en la construcción ha experimentado un notable crecimiento. La senda de equilibrio empresarial de la economía española



revela que a lo largo del período de crisis y en la salida de la misma deberá producirse (está ya produciéndose) un ajuste global en el número relativo de empresas dentro de los sectores productivos (G. Tabuenca, Crespo, Pablo y Crescente, 2010). La elección de este tipo de tamaño y rama de actividad empresarial tiene consecuencias también en bajos (menores) desempeños en productividad, inversión, innovación, exportación e internacionalización, además de, en un escaso poder de capitalización y endeudamiento externo.

Este trabajo trata precisamente de profundizar en este último aspecto referido al tamaño de la empresa y su poder o capacidad de capitalización y endeudamiento externo; es decir a la relación de la empresa con la financiación, los problemas que se derivan de ello y los determinantes de su estructura de capital (De Miguel y Pindado, 2001; Vendrell Vilanova, 2008; Maroto, 2012a).

En este sentido, la teoría de los fallos del mercado en el ámbito de la financiación económica explica que las imperfecciones existentes en los mercados obstaculizan la competencia libre de las empresas, afectando en mayor medida a las de menor tamaño. Estas imperfecciones se refieren principalmente a las hipótesis de la información asimétrica (Stiglitz y Weiss, 1992), el tratamiento fiscal diferenciado y la teoría de los costes de transacción (Salas, 1990). Así pues, es generalmente aceptado que las pequeñas y medianas empresas se ven perjudicadas por la existencia de externalidades negativas que encarecen el coste de sus recursos de capital y hacen menos competitivos sus productos en los mercados (Maroto, 1993). Ello tiene consecuencias, entre otros comportamientos empresariales, en el menor y más costoso acceso al crédito por parte de las mismas (Coluzzi, Ferrando y Martínez-Carrascal, 2008).

Se ha investigado y argumentado, también, que las desventajas de las empresas de menor dimensión tienen su origen en la falta de reputación de la empresa nueva, así como en las preferencias por el control de los empresarios (Salas, 1996). Este enfoque se inscribe en la teoría sobre la jerarquía

de las fuentes financieras elegidas por las empresas (Myers y Majluf, 1984), que parte de sus limitaciones a la hora de acceder a fondos externos para la financiación. Numerosos estudios relacionados con el análisis de la financiación de las Pyme se han basado en esta teoría, que explica que las empresas pequeñas recurren en mayor medida a la financiación generada internamente que a los recursos externos (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005). Y sirve también de sostén en el estudio de la preferencia de estas empresas por la financiación externa sin coste explícito o financiación de proveedores antes que la de origen bancario.

Esta noción del orden de preferencia de las fuentes financieras por parte de las empresas está relacionada con su ciclo de crecimiento. Éstas, generalmente, evolucionan a lo largo de un ciclo de crecimiento financiero (Berger y Udell, 1998) asociado al tamaño, la edad y la información, de modo que la estructura de financiación –y sus fuentes internas o externas– depende de cómo avanza el proyecto empresarial en cuanto a años desde la creación, crecimiento y trayectoria de la empresa (que añade calidad de la información) (Rahaman, 2011). En estas circunstancias, las unidades productivas pequeñas y de reciente nacimiento tienen mayor dependencia que las grandes respecto a los fondos propios y de la deuda aportada por el propietario principal.

Por otra parte, la teoría de los fallos del mercado ha servido tradicionalmente como argumento económico que justificaría la actuación pública mediante la implantación de políticas y normas que reduzcan las mencionadas externalidades, pese a que la investigación y el debate económico siempre reconocen que a los fallos del mercado han de contraponerse también los fallos del sector público (Caminal, 1995). Esto último implica la necesidad de justificar la intervención llevada a cabo ante las imperfecciones identificadas, así como establecer la viabilidad y coste de los resultados esperados. Es decir, el establecimiento de actuaciones ponderadas, oportunas y eficientes dirigidas al sector productivo.

En un período de crisis, particularmente si ésta presenta fuertes impactos en la economía finan-



ciera y real y es de largo plazo, como ocurre en la actualidad, estos fundamentos teóricos sobre la menor dimensión empresarial y las políticas específicas adoptadas a favor de la Pyme, toman una especial relevancia. Y, particularmente, el campo de la financiación de estas unidades productivas, debido precisamente a que se agudizan los problemas de coste y acceso a la financiación ajena ante el comportamiento que adoptan las entidades financieras, que imponen severas medidas de restricción del crédito. En este caso la restricción se ha fundamentado, además de en las malas expectativas generales de la economía, en el elevado endeudamiento de estas entidades financieras, sometidas a estrictos calendarios de amortización de su deuda y con una generalizada desconfianza entre ellas (Crespo, Abellán y G. Tabuena, 2011). Por su parte, las Administraciones públicas han intentado dar algunas soluciones, dirigidas tanto a estabilizar la compleja y difícil situación del sector bancario como a paliar la escasez de liquidez para atender las necesidades de crédito de las empresas del sector productivo.

La Fundación de Estudios Financieros, comprometida entre otros objetivos con la reflexión y análisis de los temas financieros de actualidad, ha reunido a algunos de los especialistas en esta materia, pertenecientes tanto al campo académico como al institucional y bancario, para que expongan en esta obra sus ideas, investigaciones y propuestas y se facilite el debate y posibles nuevas vías de acción, tanto en la esfera del sector privado como en el de las instituciones públicas.

Los quince trabajos que se presentan en la obra ofrecen una buena plataforma para la comprensión y orientaciones futuras de algunas de las principales perspectivas desde las que se puede abordar esta materia; en concreto de tres de ellas: 1) el marco de la financiación de la Pyme, 2) la financiación bancaria de la pequeña y mediana empresa en España, y 3) otras alternativas de financiación no bancaria de la Pyme, públicas o privadas.

De la valoración global de las aportaciones de los colaboradores junto a algunas anotaciones e interpretaciones de los directores, se extrae el siguiente decálogo de conclusiones y sugerencias

o recomendaciones sobre la crisis y su impacto en la financiación de la pequeña y mediana empresa.

## **2. DECÁLOGO SOBRE LA PYME Y SU FINANCIACIÓN DURANTE LA CRISIS**

### **1. *La «brecha de financiación» de las Pyme se ha potenciado notablemente como consecuencia de la crisis actual***

Independientemente de la coyuntura económica, la reconocida «brecha de financiación» que sufre la Pyme lastra tanto su crecimiento como su potencial innovador (Ontiveros y Valero, 2012). Esta brecha es consecuencia, en primer lugar, de su dependencia de financiación bancaria, que queda patente cuando se observan los elevados valores de la ratio de deudas totales con entidades de crédito respecto al pasivo total de las empresas, donde además sobresale el crédito a corto frente al de largo plazo. Asimismo, la evolución similar del indicador de gastos financieros sobre la cifra de negocios y el de los tipos aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras (en nuevas operaciones y por un importe no superior al millón de euros) apunta el elevado peso de la financiación bancaria en el balance de las Pyme (Maroto, 2012b).

La brecha se acentúa por su menor poder de negociación e imposibilidad de emitir valores, debido al riesgo percibido externamente sobre su supervivencia y a las asimetrías de información que implica la cerrada naturaleza de su capital. Todo ello implica la mayor necesidad que tienen estas empresas de recurrir a fondos propios, que aumentan proporcionalmente conforme disminuye el tamaño empresarial y se dispara la prima de riesgo que exhiben.

Como sería de esperar, estos problemas se han visto ampliados con la crisis actual ante el endurecimiento de las condiciones crediticias. En concreto, tras un período expansivo del crédito entre 1995 y 2007 (notablemente superior al crecimiento del PIB y más acentuado en España que en la Eurozona), en 2007 se produjo un cambio estructural que hizo que desde agosto de 2009 el



crecimiento interanual del crédito se situara en valores negativos (Maudos, 2012). Ello se explica por la convergencia de dos factores que han venido potenciándose entre sí. De un lado, la reducción de la demanda de crédito ante la caída de la inversión y el consumo y, de otro, la mayor restricción en la financiación y su encarecimiento. Esto último se fundamenta en las dificultades encontradas por las entidades financieras para obtener fondos en los mercados mayoristas –el interbancario y el de las titulaciones–. Este comportamiento restrictivo del crédito ha sido más severo en las operaciones de crédito de menor importe que en las de mayor importe, lo que ha repercutido más negativamente en la Pyme que en la gran empresa (Arce y López, 2012).

Junto a esta brecha financiera, se ha constatado que la exuberancia crediticia anterior a la crisis ha ocasionado impactos negativos sobre la capacidad competitiva de la economía española. Las empresas encontraron pocos incentivos para mejorar su productividad y las entidades financieras tendieron a vehicular el grueso de sus flujos crediticios hacia la actividad constructora. Estas instituciones financieras diseñaron pocos productos nuevos ajustados a las necesidades de las empresas innovadoras y exportadoras, expuestas a elevados niveles de riesgo (Callejón y Segarra, 2012). Es más, como consecuencia de la abundancia de crédito, algunos estudios sobre España encuentran que la necesidad de financiación no aparecía entonces como primer problema de las empresas sino en segundo o tercer lugar.

## ***2. Las dificultades que afrontan las Pyme españolas en el acceso a la financiación y su mayor coste, además de estar entre los principales problemas que padecen, son mayores y más intensos que en la Eurozona***

A finales de 2010, la Encuesta semestral del Banco Central Europeo (*Survey on the access to finance of SMEs in the euro area*) ofrece dos resultados que llaman la atención. En primer lugar, que en España la diferencia entre las Pyme que consideraban que se había producido un empeoramiento en el acce-

so a la financiación frente a las que consideraban que se había producido una mejora era de 20 puntos porcentuales, más del doble que en la eurozona. Y en segundo, también que en España poco más de la mitad de los préstamos solicitados por Pyme fueron aprobados en su totalidad, mientras que en la eurozona se aprobaron más del 60 por cien. Estos problemas se aminoraban en la comparación de las grandes empresas españolas con las europeas, pero dado que la estructura del tejido productivo español está formada prioritariamente por empresas de menor dimensión se mantiene una situación peor en España que en la eurozona (Maudos, 2012).

## ***3. En el contexto de crisis actual –con grandes incertidumbres sobre la salida–, la Pyme afronta un futuro incierto en materia de financiación, que se ahonda ante el impacto negativo derivado de la implantación de Basilea III. Es necesario reaccionar, avanzando por nuevas sendas y buscando alternativas...***

La frágil situación de la economía –financiera y real– española en la actualidad induce a considerar como probable que el crédito bancario se recupere muy lentamente y que, por tanto, las Pyme tengan en los próximos años relativamente vedado el acceso a financiación externa. A esta apreciación general ha de añadirse el impacto negativo que debería tener la aplicación del nuevo marco internacional de regulación prudencial (Basilea III) en cuanto a la financiación bancaria de la pequeña y mediana empresa. Estas empresas pueden ser consideradas como un peor riesgo y ello repercutir en un mayor rigor a la hora de concesión de financiación bancaria. Basilea III exige a las entidades financieras más capital y de mayor calidad, reservas de capital contra-cíclicas y requisitos de liquidez y coeficientes de apalancamiento máximo, lo cual repercutirá desfavorablemente en las unidades productivas de menor tamaño (Arce y López, 2012; Cardone y Briozzo, 2012).

Ante estas coordenadas y la gran dependencia del crédito bancario en la financiación de las Pyme



–agravado en la crisis por el sobreendeudamiento exterior de Bancos y Cajas– es indispensable la búsqueda de nuevas soluciones que estimulen la economía y su financiación, y fomenten el espíritu emprendedor y la innovación. Estas soluciones deberían basarse en buenas prácticas internacionales sobre financiación de la pequeña y mediana empresa y en modelos de colaboración público-privados (Ontiveros y Valero, 2012) que impulsen nuevos espacios en los mercados de capitales y favorezcan la reducción de barreras –reales y culturales– en la creación de plataformas alternativas de negociación de ámbito europeo. Parece necesario, asimismo, adoptar una normativa (española y comunitaria) a «escala Pyme» y revisar la regulación y principales directivas que afectan a estas empresas (Arce y López, 2012).

**4. En estas condiciones de fuerte restricción crediticia para las pequeñas y medianas empresas es muy probable que se generalice y refuerce el concepto y práctica de la banca relacional, así como el de servicios financieros orientados en particular a las Pyme («SME Banking»)**

En el contexto de restricción crediticia, de especial incidencia en la esfera de las Pyme, se hace imprescindible explorar nuevas perspectivas para el crédito, particularmente con la aportación de la denominada banca relacional. Esta alternativa bancaria constituye un reto que debe afrontar el paradigma tecnológico e informativo tradicional en el que junto a la «información dura» y el «crédito transaccional» está también la «información blanda» y el «crédito relacional». La teoría del «crédito relacional» y la utilización de «información blanda» ponderan positivamente el contacto cercano con los prestatarios, ya que los evaluadores de crédito adquieren capacidades no evaluables en el paradigma anterior.

Diversos estudios demuestran que con esta metodología bancaria se produce una mejora de la productividad de la contratación de crédito, especialmente en el caso de la pequeña y media-

na empresa. De ello se derivan dos consecuencias. Primera, que las entidades financieras de menor tamaño y cajas de ahorro, por su mayor conocimiento del territorio y contacto más cercano con la clientela, son las que en el pasado han extraído mayor ventaja. Y segunda, que las entidades de mayor dimensión ya han comenzado a aplicar tecnologías de crédito transaccional adaptadas a la banca relacional. En esta línea de prospección se desprende que, entre los primeros pasos dados en la reforma del sistema financiero español, los grupos de cajas de ahorro surgidos tras las últimas fusiones pueden contar con alguna ventaja en su relación crediticia con la Pyme (Carbó y Rodríguez Fernández, 2012).

Este concepto de banca relacional está a su vez interrelacionado con el de los nuevos servicios financieros orientados a las Pyme, que además de prestar recursos financieros atienden otras demandas de las empresas y les ofertan productos *ad hoc* de índole financiera para la gestión de su negocio. En el pasado estos servicios a los pequeños negocios constituían un mercado tradicional de las cajas de ahorro, precisamente por su mayor proximidad y vocación hacia las economías familiares, pequeños empresarios, profesionales y autónomos. Sin embargo, en las dos últimas décadas la mayor parte de los bancos comerciales han venido entendiendo las necesidades de las Pyme y han formulado enfoques específicos para estos procesos crediticios, así como un modelo de optimización de sus costes operativos. Concretamente, han constituido en el seno de sus entidades «Centros Pyme» –de atención diferenciada–, con equipos de gestores de clientes y especialistas en productos y riesgos orientados a esta tipología empresarial, que a su vez la segmentan en diferentes categorías según el nivel de facturación y demanda de productos y servicios financieros. En la gestión del riesgo de las Pyme de mayor tamaño relativo participan analistas de riesgo y gestores comerciales que conocen personalmente a los empresarios y visitan con regularidad las empresas (Romagosa, 2012).

En suma, el enfoque de banca relacional, más proclive en el pasado a las cajas de ahorro y a los bancos de menor tamaño, ha evolucionado y está



desarrollándose con rapidez en los últimos años –incluidos los de la crisis– en el conjunto de la banca comercial y de empresas, que ha creado estrategias bancarias específicas con las Pyme basadas en la figura del gestor personalizado como figura clave en los requerimientos de servicios financieros de las pequeñas y medianas empresas, entre los que, además de los tradicionales, se encuentran los más emergentes de acompañamiento en procesos de innovación, internacionalización y eficiencia. Se estima que el segmento de clientes Pyme significa aproximadamente un 30 por cien de la cuenta de resultados de la banca española. Algunos informes recientes sobre el comportamiento financiero de las Pyme y sus relaciones con las entidades financieras señalan que los bancos y las cajas de mayor tamaño tienen mejor posicionamiento en este negocio y están bien valoradas. Parecería que la tradicional orientación de las cajas está siendo rápidamente sustituida por los bancos comerciales de mayor tamaño.

***5. La crisis y recesión de la economía española ha otorgado mayor protagonismo a la actuación pública en el campo de la financiación a la Pyme a través del ICO, que ha puesto en marcha nuevas y más flexibles iniciativas, asumiendo mayor riesgo, aunque ello sólo palió relativamente la situación global, principalmente de las empresas con mejor calificación de riesgo***

La crisis económica y financiera ha exigido al Gobierno a dar mayor protagonismo al Instituto de Crédito Oficial (ICO), único mecanismo de «banca pública» de promoción empresarial que resta en España, si bien con el constreñimiento de carecer de una red de oficinas propias. El conjunto de iniciativas llevado a cabo en la Pyme, tanto para aliviar situaciones de tensión de la financiación de la inversión como para la financiación de capital circulante, ha logrado que la demanda de crédito al ICO haya aumentado, en tanto que la demanda global de financiación bancaria por parte de la Pyme ha venido reduciéndose (Villarreal, 2012).

El ICO ha continuado con sus tradicionales líneas de apoyo a la financiación de la pequeña y mediana (ICO-inversión) mediante la operativa de la intermediación bancaria, lo que acaba constituyendo uno de los productos estrella de la banca comercial, con orientación a sus mejores clientes. Pero desde 2009, este modelo de financiación tradicional ha experimentado una flexibilización en los criterios de concesión de crédito, un aumento de los importes de financiación y un alargamiento de plazos y períodos de carencia. Asimismo, ha abierto nuevos cauces de financiación al sector productivo: a) la línea ICO-liquidez, que atiende la financiación del capital circulante de autónomos y Pyme, y en la que el Instituto asume el 50 por cien del riesgo de la operación; b) la línea ICO-directo, que pone de manera directa –telemáticamente– en contacto al demandante de financiación con el Instituto, el cual asume directamente la concesión de financiación –con largos plazos– y la totalidad del riesgo de estas operaciones; en este caso, las entidades financieras colaboradoras sólo intervienen en la formalización y gestión de las operaciones; y c) ICO-economía sostenible, en donde se incluyen operaciones de capital riesgo, proyectos de medio ambiente y otros.

Esta reacción del ICO frente a la crisis financiera diversificando sus líneas para atender mayor número de colectivos ha sido necesaria y positiva. No obstante, los resultados de estas líneas son relativos y sólo suplen parcialmente las necesidades financieras de las pequeñas y medianas empresas, principalmente de las que exhiben mejores riesgos, puesto que a ello induce el modelo de intermediación bancaria. Por otra parte, este nuevo impulso del ICO, con mayor percepción de banca pública, induce a la reflexión en el campo de las políticas respecto a dos ideas. De un lado, resulta difícil determinar en qué medida la acción del ICO constituye una respuesta justificada a fallos del mercado, teniendo en cuenta la elevada actividad que dirige a grandes empresas y otras instituciones públicas y privadas en las que no parece que haya fracasos de mercado; y de otro, a que la operativa de intermediación bancaria empleada para ejecutar las



líneas de apoyo a la financiación tiende a beneficiar al sistema bancario privado y no sólo a la Pyme (Callejón y Segarra, 2012).

**6. *La secular y fuerte dependencia bancaria en la financiación de la pequeña y mediana empresa en España es un factor estructural que condiciona enormemente otras alternativas de financiación no bancarias, principalmente el acceso a mercados de capitales. La creación y evolución del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es una apuesta incipiente pero que va en la buena dirección, y que ha de reforzarse indispensablemente con instrumentos públicos***

La gran dependencia del crédito bancario por parte de las Pyme es consecuencia del tradicional modelo banca-industria vigente en España, que se ha venido retroalimentando por el arraigo de una cultura empresarial e institucional poco innovadora, lo que ha repercutido, entre otras cosas, en una escasa ambición ante nuevas opciones de financiación. No obstante, esta dependencia de la financiación bancaria ha sido posible por la eficiencia del sistema bancario español en el último cuarto de siglo y por la abundancia del crédito (Giralt y González Nieto, 2012). Desde 1986, el endeudamiento de las empresas no financieras se ha multiplicado por 10 y en la última década se ha triplicado. Esta situación ha llevado a que exista una gran desproporción en la financiación ajena entre financiación bancaria y emisiones de empréstitos, que en el primer trimestre de 2011 guardaba una relación de 55,5 veces a favor de la primera. En el caso de la Pyme, esta desproporción se extrema, ya que sus emisiones de empréstitos son prácticamente nulas.

Pese al contexto actual de restricción crediticia y de situación adversa en los mercados bursátiles, resulta necesario abrir vías de financiación para la pequeña y mediana empresa a través de emisiones de acciones y de empréstitos. Esta vía, que debería ir abriéndose camino paso a paso, choca, sin embargo, con la propiedad de la empresa

tradicional (en una relación inversa al tamaño), recelosa de la novedad y fuertemente entrelazada con la dirección de la misma. Ello provoca desconfianza a una emisión en los mercados y miedo a perder el control, al tiempo que se considera que es una alternativa compleja y costosa (Carro, 2012; Giralt y González Nieto, 2012).

Además de en esta necesidad, el MAB se ha basado en otras experiencias internacionales exitosas, particularmente el AIM británico y el Alternext francés. Las empresas que cotizan en el MAB disfrutan de un régimen simplificado y del acompañamiento de la figura del Asesor Registrado y del Proveedor de Liquidez, y además de españolas pueden ser europeas y latinoamericanas. Las reticencias a cotizar –incluso por parte de las empresas pertenecientes al segmento objetivo– deberían disiparse por varias razones. En primer lugar, porque el *free float* no tiene por qué exceder del 25 por cien; en segundo, porque el acceso a cotizar en estos mercados adaptados a las Pyme no presenta una excesiva complejidad regulatoria ni genera elevados costes explícitos ni implícitos, y finalmente, porque también están adaptados a la característica de estos valores de tener menor liquidez bursátil mediante la contratación *fixing* en dos períodos al día.

Empíricamente se ha obtenido evidencia de que las empresas cotizadas en estos mercados alternativos han aumentado su balance agregado, cifra de negocio, resultados de explotación y capacidad de creación de empleo de calidad. Asimismo, cotizar en un mercado tiene otras ventajas, como la valoración objetiva de la empresa, la liquidez –aunque sea mínima– para los accionistas y la notoriedad, prestigio e imagen de marca. De acuerdo a un reciente estudio, una amplia proporción de Pyme considera que este mercado ofrece una estrategia potencial, principalmente para sectores emergentes y empresas de tamaño mediano (Carro, 2012).

Teniendo en cuenta los antecedentes indicados, el desarrollo de esta alternativa financiera precisa de una acción pública decidida, que debería concretarse en incentivos fiscales atractivos y otras fórmulas para quienes inviertan a tra-



vés de vehículos especializados o directamente en este tipo de compañías, tal como se ha hecho con muy buenos resultados en Gran Bretaña. En otro caso, probablemente tendrá una lenta y débil implantación o quedará como un intento fallido más.

**7. *El capital riesgo, principalmente el «venture capital», no ha sido propiamente en España hasta la fecha una alternativa eficaz en la financiación de la Pyme, pese al insistente discurso y a los numerosos intentos públicos –nacionales y regionales–. Las iniciativas privadas, aunque minoritarias, han tenido más éxito en el campo del «private equity» en medianas y grandes empresas. Esta importante herramienta está amenazada en España si no se incentiva adecuadamente***

Los estudios ofrecen evidencia de que las entidades apoyadas por capital riesgo crecen más rápido y aportan más empleo que las que no cuentan con este apoyo financiero. Sin embargo, el desarrollo de los distintos tipos de capital riesgo depende de la existencia de incentivos fiscales que lo fomente (Martí Pellón, 2012). El *venture capital*, forma de canalización de financiación propia a empresas en etapas iniciales o en procesos de crecimiento, tiene carácter temporal y participaciones generalmente minoritarias, y añade valor a la gestión de la empresa participada, convirtiéndola en un aliado. En una sociedad dinámica y emprendedora, es indispensable para sacar adelante iniciativas altamente innovadoras pero de gran riesgo comercial. El número de estas operaciones en España es muy escaso.

Por su parte, el *private equity* cumple la función de financiación en sociedades –grandes y medianas– también no cotizadas pero involucradas en operaciones corporativas o de desarrollo. Asimismo, la actividad de los *business angels*, de características similares a las anteriores pero realizadas por particulares que invierten y aportan valor añadido gracias a su conocimiento y experiencia, tiene un papel muy discreto.

El capital riesgo en España, no acabará de tener un desarrollo adecuado si no se apoya desde el sector público con incentivos fiscales poderosos, como los reconocidos a los planes de pensiones. Es más, esta actividad está amenazada si no se consigue movilizar hacia el capital riesgo (es decir, hacia las iniciativas empresariales de la economía real) al menos una parte minoritaria de los recursos captados en los fondos de pensiones nacionales, que principalmente se orientan hacia inversiones financieras (Martí Pellón, 2012).

**8. *Las garantías de crédito otorgadas por las sociedades de garantía recíproca, una de las políticas emblemáticas de apoyo público a la financiación de las Pyme, pueden ser un instrumento positivo para empresas de frágil estructura financiera, pero tienen una escasa incidencia en el tejido empresarial. Con la crisis ha aumentado la demanda de avales pero se han reducido las magnitudes de crédito solicitado***

Aparentemente, tanto para el desarrollo del sistema productivo como para el mercado de crédito, la filosofía que subyace en la mediación de las sociedades de garantía recíproca (SGR) entre las Pyme y las entidades financieras es muy beneficiosa. Sin embargo, en la práctica y después de más de 30 años, esta fórmula orientada a mejorar el acceso a la financiación ajena mediante la concesión de avales, sigue caracterizándose por su lentitud en el proceso administrativo y su escasa incidencia en el conjunto empresarial. Por otra parte, el campo operativo de la mayoría de las SGR se ciñe a la comunidad autónoma en la que se localizan y existe una gran heterogeneidad en el funcionamiento de las mismas, de modo que únicamente tres de las 23 existentes abarcan en torno al 50 por cien del total del negocio (Cardone y Briozzo, 2012).

Dentro de este sistema de garantías resalta el modelo de reafianzamiento que otorga la entidad pública CERSA, y que puede dar cobertura a las operaciones hasta el 75 por cien del riesgo.





Este hecho debería ser adecuadamente reconocido por las entidades de crédito a efectos de ponderar en el coeficiente de solvencia que establece el marco jurídico de los acuerdos de Basilea.

Con la irrupción de la crisis la actividad de las SGR se ha visto alterada, tanto en la composición y nivel de los avales como en su otorgamiento y en la menor calidad de la cartera de créditos avalados. Las peticiones de avales se han incrementado, pero en consonancia a las negativas expectativas de la economía se han solicitado menores niveles de crédito. Sin embargo, el empeoramiento de la calidad crediticia no ha afectado a la solvencia del sistema de garantías. Por esta razón, el nuevo acuerdo de Basilea III no parece significar un problema en cuanto al cumplimiento del coeficiente de solvencia, aunque la previsible exigencia del regulador a las SGR en cuanto a constitución y mantenimiento del capital contracíclico –unido a los mayores niveles de capital regulatorio en el conjunto del sistema financiero– puede incidir en un mayor coste de financiación de la Pyme beneficiaria de avales de SGR.

**9. *De la revisión de la teoría financiera y del análisis de políticas públicas se desprende que los programas públicos orientados a la financiación deben enfocarse a que las empresas eficientes puedan acceder a mayores recursos para mejorar su capacidad innovadora y competitiva, así como que hay que reducir la fragmentación y descoordinación del actual conjunto de instrumentos***

La existencia de un problema de financiación específico para las Pyme (teoría de los fallos de mercado) no parece justificar una intervención pública en términos de añadir dinero al sistema. Sin embargo, el acceso al crédito para la Pyme innovadora es un verdadero reto para la modernización del tejido productivo español. Por ello, las políticas de apoyo a la financiación de la pequeña y mediana empresa deben asegurar la competencia en el mercado bancario de créditos a Pyme, orientándose e incentivando particular-

mente las actividades avanzadas y con mercados en expansión y ayudar a las empresas jóvenes a través de mecanismos de mercado (Callejón y Segarra, 2012).

Asimismo, debe hacerse un esfuerzo en reducir la fragmentación y descoordinación del actual conjunto de instrumentos financieros públicos, y centrar el foco de actuación en mejorar y sofisticar los sistemas de garantías de crédito, aportar más cantidad y calidad de información a las empresas potenciales sobre el servicio financiero de contragarantías que presta CERSA, rediseñar los mecanismos de titulización, reducir los plazos de pagos de facturas, promocionar el leasing y el factoring, mejorar las técnicas de estimación del riesgo, garantizar una buena protección a los acreedores y, como fórmula adicional al crédito para apoyar la innovación, establecer un programa de vales directamente adjudicados a las Pyme para la contratación de servicios de innovación.

**10. *En este contexto de restricción crediticia pero contemplando también la tradicional brecha financiera de las pequeñas y medianas empresas, resultan sugerentes algunas iniciativas institucionales orientadas a: i) complementar su estructura financiera, ii) facilitar su operativa empresarial, iii) fomentar la exportación de las empresas de menos de 50 trabajadores, y iv) incrementar el nivel de conocimiento y cualificación profesional de los gestores financieros de la Pyme, que les permita reorientar sus estrategias de futuro***

Dentro de una perspectiva de cambio de modelo productivo en la economía española, parece apropiado indagar en nuevas iniciativas que se complementan con las necesidades de financiación empresarial. Una que ya ha mostrado cierto grado de éxito en Estados Unidos y algunos países de la Unión Europea es la «Participación financiera de los empleados (PFE) en la empresa». Consiste en vincular la compensación de un amplio colectivo de trabajadores a los resultados de la empresa, lo que coadyuva a la alineación de



objetivos entre el capital y el trabajo. Como política de empresa, puede contribuir a la inversión y financiación de activos intangibles, especialmente en la parte del capital humano formado por el capital organizacional, y que son coproducidos por trabajadores y empresa. Además, como esquema de remuneración flexible puede ayudar a potenciar políticas de empleo que contribuyan a disminuir el despido como mecanismo de ajuste empresarial (Huerta y Salas, 2012).

En varios países de la UE –Suecia, Holanda, Finlandia y Francia– el 20 por cien de los trabajadores incorporan la PFE en sus sistemas retributivos, en España algo menos del 10 por cien. Estos esquemas retributivos se están aplicando más en grandes empresas y con directivos, pero también podrían ensayarse en Pyme y con trabajadores. En Estados Unidos, 25 millones de empleados participan en algún programa de PFE y se ha evidenciado que ello contribuye a la creación de empleo, el incremento de las ventas y el aumento de la productividad. El ejemplo principal en el caso español es el cooperativismo, donde destaca la Corporación Mondragón.

Por otra parte, entre las nuevas respuestas a la crisis, está desarrollándose un debate sobre propuestas legislativas europeas que faciliten la operativa de las empresas de tamaños menores. En concreto, para las microempresas y respecto a la simplificación de la información contable y el impacto que puede suponer en el ahorro de costes administrativos, es lógico asumir la conveniencia de simplificación de los trámites registrales y la reducción del contenido de las cuentas anuales y, en particular, sobre el registro de determinadas operaciones y uso de formatos simplificados de los estados financieros. No obstante, la contabilidad tiene un valor claramente positivo para la gobernanza, y su registro público favorece las relaciones comerciales y financieras con terceros, lo cual significa también un ahorro de costes a la hora de conformar opinión y tomar decisiones en el ámbito interno y externo de la empresa. Algunos estudios sobre sociedades españolas de tamaño muy pequeño indican que estos costes son tan sólo del 0,058 por cien de su cifra de negocios (Gonzalo Angulo, 2012).

Yendo al campo del sector exterior, la economía española ha mostrado un buen comportamiento en la última década a pesar de la desfavorable evolución de los precios y tipos de cambio reales españoles. El problema del sector exportador es que se ha concentrado en un número relativamente pequeño de grandes empresas y que para las Pyme sigue siendo un reto pendiente: el 60 por cien de las exportaciones se concentra en menos de 200 empresas y, mientras que el 80 por cien de las empresas de mayor dimensión son en alguna medida exportadoras, sólo algo más de la mitad de las de menor tamaño –entre 50 y 200 trabajadores– venden en el exterior. El núcleo principal del problema se encuentra en la falta de capacidad exportadora entre las empresas de menos de 50 trabajadores. En este caso de las pequeñas empresas, además, se observa que los costes laborales unitarios son más altos y su productividad más baja que en las grandes, lo que no favorece su trayectoria exportadora. Este aspecto debería ser tenido en cuenta en el nuevo espacio que brinda la reforma laboral.

Este déficit empresarial en la actividad exportadora de grandes y pequeñas empresas requiere un especial apoyo, tanto para aumentar la intensidad como la propensión exportadora. Los datos reflejan que una de las causas es el déficit tecnológico español y la necesidad de mejoras en la calidad. Se necesita una acción colectiva y de las organizaciones sectoriales así como un refuerzo del papel que desempeña el agente especializado en la exportación, el asesoramiento y marketing exterior y el aprovisionamiento de servicios, como son los de tipo financiero (Myro y Pablo, 2012).

Finalmente, en la esfera de los recursos humanos –de importancia estratégica en la pequeñas y medianas empresas por su notable participación en el crecimiento del empleo a largo plazo– se hace imprescindible abordar iniciativas público-privadas dirigidas a reforzar el conocimiento y cualificación profesional de los responsables de la gestión de las pequeñas y medianas empresas. Debería enfatizarse, particularmente, en la gestión financiera y de la innovación. Mejorar el



aprendizaje y asentar métodos de formación permanente, así como implantar procesos y sistemas adaptados a las nuevas tecnologías, redundará a medio plazo en la productividad de los trabajadores y, por tanto, en los resultados y crecimiento de las empresas.

### 3. RESUMEN Y ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LOS 15 TRABAJOS

La obra consta de tres partes y quince trabajos. La primera está dedicada al marco general de la financiación de la pequeña y mediana empresa y contiene 5 trabajos. La segunda, con cuatro trabajos, se centra en el análisis de la estructura financiera de la Pyme y el papel que juegan los principales intermediarios bancarios respecto a su financiación, y consta de cuatro trabajos. La tercera parte, de seis trabajos, se refiere a otras alternativas e instrumentos públicos y privados –distintos del bancario– de apoyo a la financiación de la Pyme.

#### I. EL MARCO DE LA FINANCIACIÓN Y LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Encabezando la primera parte de la obra figura la aportación «**Entorno económico nacional e internacional y financiación de la Pyme en España**», en la que los profesores Emilio Ontiveros y Francisco J. Valero ofrecen una visión panorámica de cómo se financian estas empresas teniendo en cuenta la coyuntura económica y financiera en la actual situación de crisis –general, europea y española–, así como los factores relacionados con el entorno institucional. La relevancia del trabajo se fundamenta en la importancia cuantitativa y cualitativa que la pequeña y media empresa tiene en las economías modernas, tanto por su presencia en el conjunto del entramado empresarial como por el valor añadido y empleo que generan. Asimismo, la Pyme puede jugar un significativo papel en el impulso del crecimiento por su mayor capacidad de adaptación y posibilidad de instrumentar innovaciones con rapidez.

La Pyme, independientemente de la coyuntura económica, sufre la «brecha de financiación», es decir, que muchas de estas unidades podrían tener una mayor actividad si dispusieran de las fuentes de financiación necesarias, lo que lastra su capacidad de producción y generación de empleo e, incluso, su potencial innovador. Se trata de un problema estructural ligado al propio sistema financiero. Estas empresas se enfrentan a la complejidad de conocer y combinar los fondos que el sistema les puede proveer (tecnología financiera), lo cual precisaría de la existencia y extensión de la figura de facilitadores o mediadores que acerquen la Pyme a sus proveedores de financiación, siguiendo el ejemplo de algunos Estados de la UE. Esta brecha se acentúa por su menor poder de negociación frente a entidades financieras, administraciones públicas y clientes, por su práctica imposibilidad de emitir valores en los mercados, por el riesgo que se percibe acerca de su supervivencia y por las asimetrías de información que implica el carácter cerrado de la propiedad de su capital. Esta brecha es menor en los países de la OCDE –más marcada en las Pyme innovadoras–, pero en los países que no pertenecen a esta organización se amplía de manera que aumenta su escasez de financiación. En España, esta brecha financiera es más explícita en los mercados de valores que en el sistema bancario.

Esta crisis, originada en el núcleo del mundo desarrollado, ha exhibido elementos financieros y de economía real que se han retroalimentado e incidido negativamente en las vías de salida de la misma. Ello ha supuesto problemas de liquidez y solvencia en las entidades bancarias y requerido importantes ayudas públicas, con su consiguiente incidencia en el déficit público y en la confianza de los mercados financieros respecto a la capacidad de pago de la deuda de algunos países; asimismo, ha provocado gran volatilidad en los mercados de valores. Todo ello se ha traducido en un endurecimiento de las condiciones crediticias por una menor disponibilidad de oferta de fondos para la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y, en el seno de la UE ha puesto de manifiesto un serio problema de gobernanza económica, debido al «pecado original» de una política monetaria



única y una política económica en manos de cada Estado. A este problema ha de añadirse que el presupuesto de la UE equivale tan sólo al 1 por cien del PIB de los Estados miembro y los instrumentos financieros utilizados para los rescates de países con mayores dificultades no dejan de tener un carácter intergubernamental, lo que dificulta la capacidad, en cuantía y tiempo de reacción, de las actuaciones de la UE, y genera desconfianza de los inversores en su estabilidad.

En el caso particular de la crisis en España y debido al mayor peso del sistema bancario en la financiación de la empresa, los problemas de las entidades bancarias presentan una especial relevancia. De un lado, la liquidez y solvencia de las mismas, la sobrecapacidad en oficinas y plantillas, la necesidad de recursos propios y el sobreendeudamiento exterior, y de otro, que las cajas de ahorro –instituciones tradicionalmente clave en la financiación de las Pyme– se han visto especialmente afectadas por la exposición al sector inmobiliario, sus previas estrategias de expansión de sus redes comerciales y la imposibilidad de ampliar capital.

Los factores anteriores están dificultando la financiación de la Pyme, muy dependiente del crédito bancario y con carencias en su capital propio, aunque –según una reciente encuesta del INE– parece observarse que están realizando un esfuerzo por capitalizarse y diversificar sus fuentes financieras. El elevado nivel de paro y el estancamiento económico hacen necesario utilizar todas las palancas posibles para estimular la economía y su financiación, así como fomentar el espíritu emprendedor y canalizar la energía innovadora para la modernización económica. En este contexto es obligado que en las diferentes economías se produzca un fortalecimiento de las mejores prácticas detectadas en la financiación de la Pyme y encontrar los mejores modelos de colaboración en el ámbito mundial entre los sectores público y privado. La Comisión Europea, en este sentido, ha reforzado y revisado su política favorable a la Pyme a través de la Small Business Act para facilitar su acceso a la financiación y propiciar la puntualidad de los pagos en las transacciones comerciales.

En el segundo trabajo, con el título de «**El acceso de las Pyme al crédito bancario: España en el contexto de la eurozona**», el profesor Joaquín Maudos analiza el acceso a la financiación de las Pyme españolas respecto a sus homólogas de la eurozona, a partir de la información obtenida de la Encuesta que semestralmente desde 2009 realiza el Banco Central Europeo *Survey on the acces to finance of SMEs in the euro area*. La encuesta aporta información separada por países y tamaños empresariales, distinguiendo entre grandes, medianas, pequeñas y microempresas. El análisis de los malos resultados obtenidos de la encuesta respecto a la Pyme española toman mayor relieve si se tiene en cuenta los antecedentes en relación a las tasas de crecimiento del crédito bancario de España anteriores a 2007.

El crédito bancario al sector privado en la etapa de expansión 1995-2007 experimentó una expansión muy por encima del crecimiento del PIB, llegando a situarse en 18 puntos porcentuales (pp) sobre éste en 2006, mientras que en la eurozona el crecimiento nunca superó en el mismo período la diferencia de 6 pp. A partir de 2007, se produce un cambio estructural que hace que el crecimiento interanual del crédito al sector privado se sitúe en valores negativos desde agosto de 2009. En un contexto macroeconómico global adverso se da de manera interrelacionada una reducción de la demanda de la financiación bancaria pero también, como se demuestra en el trabajo, un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, tanto en precio como en cantidad.

Los resultados de los últimos datos de la encuesta señalan que entre España y la eurozona existen más de 10 pp de diferencia en la consideración del acceso a la financiación como uno de los principales problemas que en la actualidad enfrentan las pequeñas y medianas empresas; en concreto, esta es la preocupación de una cuarta parte de estas empresas, aunque una tercera parte de las mismas considera encontrar clientes el mayor problema. Junto a esto, el aumento de costes financieros es un problema percibido por el 48 por cien de las Pyme, mientras que es del 33 por cien en la eurozona. En los dos ámbitos



territoriales sólo en una horquilla del 10-11 por cien, respectivamente, consideran que se ha reducido el coste financiero.

Complementando lo anterior, la percepción por parte de las Pyme sobre el endurecimiento del crédito es mayor en España que en la eurozona, de manera que a finales de 2010 el 8 por cien de las Pyme españolas decidieron no solicitar un préstamo bancario al dar por hecho que su solicitud sería rechazada. Este porcentaje se rebaja en un 1 por cien en la eurozona. En este mismo sentido, en España la diferencia entre las Pyme que declaran un empeoramiento de la disponibilidad de crédito frente a una mejora es de 20 pp, en tanto que en la eurozona es tan sólo de 9 puntos. Tal percepción es confirmada por el hecho de que en ese período el 16 por cien de las peticiones de las Pyme españolas fueron rechazadas, mientras que esta tasa de rechazo en la eurozona fue del 10,8 por cien. El significado de este dato se refuerza en que poco más de la mitad de los préstamos solicitados en España fueron aprobados en su totalidad, mientras que en la eurozona se aprobaron más del 60 por cien; en concreto, la diferencia fue de casi 14 pp.

Las menores diferencias entre los dos territorios estudiados se dan en los vencimientos de los préstamos y en otras condiciones de la financiación distintas a los costes por tipo de interés y a otros costes asimilables a éstos. Sin embargo, en lo que respecta a la exigencia de garantías sobresale la tendencia al empeoramiento en el caso de las Pyme españolas frente a una mejora que tiene lugar en la zona euro.

Todos los problemas señalados parecen aminorarse en las grandes empresas, si bien, en general, se mantienen en una situación peor en España que en la eurozona, lo cual aunque relativamente positivo no es especialmente favorable en una estructura empresarial como la española en la que existe un claro predominio de pequeñas y medianas empresas.

El tercer trabajo ofrece la particularidad de referirse a un campo emergente en el ámbito de la financiación empresarial y complementario al conjunto de la obra. Se trata de «**La participa-**

**ción financiera de los empleados en la empresa: una política para la inversión y financiación en capital organizacional**», de los profesores Emilio Huerta y Vicente Salas. Versa sobre la participación financiera de los empleados (PFE) en la empresa y sirve de marco para reflexionar en torno a las necesidades de financiación de las Pyme españolas en un momento de restricción al acceso al crédito bancario y de una economía que afronta la perspectiva de un cambio de modelo productivo. El estudio, que explora dentro de una nueva corriente de la literatura teórica y de las valoraciones de las instituciones públicas, revisa los fundamentos teóricos de la PFE en la organización empresarial y reseña las iniciativas políticas e institucionales puestas en funcionamiento para fomentar su extensión a través de algunas evidencias empíricas en España, Unión Europea y Estados Unidos. Se analizan diversas tipologías y tamaños organizacionales, incluyendo a la pequeña y mediana empresa, foco central de esta obra.

El trabajo aborda especialmente la consideración de la PFE como política de empresa que puede contribuir a la inversión y financiación de activos intangibles –y en particular el capital organizacional– coproducidos por los trabajadores de la empresa frente a aquellos activos tangibles para los que es más factible la financiación externa. El capital humano de la empresa está formado en parte por el mencionado capital organizacional, por lo que resulta eficiente la contribución de los trabajadores a financiar dicho capital de naturaleza intangible. Igualmente, esta participación financiera puede dotar a las empresas de mayor flexibilidad interna y contribuir a una mayor motivación de los trabajadores. Esta participación del factor trabajo debe realizarse a cambio de la adquisición de los derechos políticos correspondientes para dotarles de una protección más efectiva del valor económico de los activos a los que contribuyen a financiar. Ello es un avance a lo que podría denominarse mediante el concepto de «capitalismo compartido», que enfatiza en la complementariedad de los factores tradicionalmente contrapuestos capital y trabajo en la empresa moderna. De esta forma, los trabajadores contribuirían al capital humano y organi-



zacional y los inversores en capital o financiación ajena en aquellos activos más tangibles.

En la práctica empresarial la PFE en la empresa se refiere a situaciones en las que la compensación vinculada a los resultados de la empresa afecta a un amplio colectivo de sus trabajadores. Esta compensación puede ser a través de la participación en los beneficios, recibiendo acciones de la empresa o bien recibiendo opciones sobre las acciones. Pueden instrumentarse de manera individual para cada trabajador o que la participación pase a engrosar un fondo financiero propiedad del colectivo de trabajadores que podría servir en última instancia para la compra de la empresa por parte de los trabajadores. En todo caso, el objetivo perseguido es la alineación de los objetivos y motivaciones de los trabajadores con los del empresario o propietarios, lo cual incrementa el compromiso mutuo y repercutiría finalmente en una mayor productividad y competitividad de la empresa. Asimismo, la PFE se puede encuadrar dentro de los esquemas de remuneración flexible, lo que ayudaría a potenciar políticas de empleo que contribuyan a disminuir el despido como mecanismo de ajuste empresarial.

Los argumentos a favor de la PFE han llevado a promover iniciativas en las dos últimas décadas tanto en la Unión Europea como en los Estados Unidos, aunque los resultados puedan considerarse aún modestos. No obstante, se han dado avances significativos. Por ejemplo, en países como Suecia, Holanda, Finlandia y Francia alrededor del 20 por cien de los trabajadores incorporan la PFE en sus sistemas retributivos; en el caso de España la incidencia es mucho más reducida, alcanzando a menos del 10 por cien de los trabajadores. La evidencia empírica en la UE muestra que es cuatro veces más probable que esquemas de PFE se apliquen en grandes empresas que en Pyme, y en directivos que en el resto de los trabajadores. Igualmente, estas empresas son más proclives a poner en marcha políticas de comunicación interna, lo que favorece la participación y motivación de los trabajadores en las decisiones empresariales, especialmente en lo referente al entorno de su puesto de trabajo. Por su parte,

en Estados Unidos se estima que aproximadamente unos 25 millones de empleados participan en algún programa de PFE y, en general, se considera que la implantación de estos programas han contribuido a aumentar el empleo y las ventas de las empresas en torno al 2 por cien, y aumentar la productividad al 4-5 por cien.

En España, el desarrollo de la PFE es importante en el caso del cooperativismo, donde destaca la Corporación Mondragón como ejemplo de participación financiera y en el proceso de toma de decisiones operativas y de gestión por parte de los trabajadores. En las empresas con forma jurídica distinta a la cooperativa se observa cierta diferencia entre las que tienen PFE y las que no en relación a los sistemas de participación en las decisiones, mostrándose mayores en las primeras.

La cuarta aportación de la primera parte es **«Restricciones en los mercados a la financiación de la pequeña y mediana empresa, ¿existen soluciones?»**. En ella, Óscar Arce y Elías López, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, consideran que las Pyme afrontan un futuro incierto en materia de financiación, principalmente por la posibilidad de que el crédito bancario se recupere muy lentamente y por el probable impacto negativo de Basilea III sobre la capacidad de intermediación del sector bancario. De ahí que su trabajo resalte la necesidad de analizar posibles vías alternativas de financiación, especialmente en el caso de las empresas innovadoras y con alto potencial de crecimiento, dado su elevado valor estratégico para la economía y el empleo.

Su estudio pone de manifiesto la gran dependencia de las Pyme europeas respecto a la financiación bancaria en comparación con las grandes empresas y que es especialmente importante en el caso español. Así, mientras que la financiación bancaria de las grandes empresas europeas representó el 20 por cien de su deuda total durante el período 2000-2009, en las Pyme se elevó al del 39 por cien y en España al 42 por cien. También pone de manifiesto la escasa pre-



disposición que, según los estudios de campo, muestran las Pyme europeas hacia la financiación de renta variable. Así, según una encuesta del Banco Central Europeo, a la hora de acometer objetivos de crecimiento, el 73 por cien de las Pyme preferirían acudir a la financiación bancaria y sólo el 6,4 por cien se mostrarían favorables a la entrada de nuevos socios en el capital.

Las dificultades encontradas por las entidades financieras para obtener liquidez en los mercados mayoristas como en el interbancario y en el de las titulaciones se han reflejado en el endurecimiento de los criterios de aprobación de créditos dirigidos a las empresas. La evidencia empírica, como se pone de manifiesto en el Informe Anual de la CNMV de 2010, sugiere un ajuste más temprano e intenso en el crédito dirigido a las Pyme que en el dirigido a las grandes empresas durante el desarrollo de la crisis financiera, que se refleja tanto en los volúmenes como en el coste de la financiación. Ante esta situación, la alternativa de captar recursos en los mercados de valores ha sido utilizada de manera muy reducida pues la evolución experimentada por éstos desde 2009 no ha sido nada favorable. Por otra parte, como se ha indicado, el futuro del acceso al crédito de las Pyme presenta notables incertidumbres porque la implantación del nuevo marco internacional de la regulación prudencial bancaria, conocido como Basilea III, exige más capital y de mayor calidad, así como reservas de capital contracíclicas y requisitos de liquidez y coeficientes de apalancamiento máximo. Estos requisitos, previsiblemente, repercutirán en un mayor rigor a la hora de la concesión de la financiación bancaria a las Pyme, al ser consideradas peores riesgos.

Con este panorama los autores se preguntan cómo impulsar la participación de las Pyme en los mercados de capitales. A tal efecto, resumen el estado actual de un debate que hoy está abierto en toda Europa y que, en su opinión, gira en torno a cuatro grandes cuestiones. La primera es cómo atraer una amplia base inversora en valores emitidos por empresas de pequeño y mediano tamaño. Los autores señalan cómo algunos países, entre ellos el Reino Unido y Francia, han

optado por establecer atractivos incentivos fiscales para los inversores. La segunda cuestión es cómo reducir el efecto negativo de las barreras existentes (cultura empresarial y costes) sobre la decisión del empresario de cotizar o no en un mercado. Los autores señalan que la provisión de información y las ayudas en el proceso de salida a bolsa, preferiblemente mediante créditos, pueden desempeñar un papel eficaz en este caso.

El tercer problema es el de la visibilidad y la dimensión de los mercados para valores emitidos por las pymes. En este sentido, los autores sugieren la necesidad de potenciar el ya existente mercado alternativo bursátil e ir más allá creando una plataforma de negociación de ámbito europeo que fomentaría la inversión transfronteriza en los valores de este tipo de empresas. La última cuestión se refiere a la regulación y supervisión de tales mercados. Los autores destacan cómo, en el proceso actualmente en curso de revisión de la normativa comunitaria, se advierte una cierta presión en favor de flexibilizar los requisitos de la regulación para las empresas de pequeña y mediana capitalización que cotizan en los mercados sujetos a las directivas comunitarias, los denominados mercados regulados. En su opinión, los actuales mercados alternativos, que no están sujetos a las directivas comunitarias, ya ofrecen un ámbito de negociación con requisitos apropiados para este tipo de valores y, además, al estar separados de los mercados regulados, no generan confusión entre los inversores acerca del riesgo de los valores negociados, especialmente en materia de liquidez, ni del nivel de protección que deben esperar de la regulación. Finalmente, los autores también resaltan que una supervisión activa de los mercados alternativos contribuye a generar confianza entre los inversores y favorecer el crecimiento de estos mercados.

En definitiva, el acceso a la financiación propia de las pequeñas y medianas empresas debe constituir una alternativa más viable que hasta la fecha, para que disminuya su dependencia de la financiación bancaria y afronten el futuro con mayor confianza.

Finalmente, el quinto trabajo de la primera parte se refiere a una materia relevante asociada



a la financiación de las unidades productivas de menor dimensión, «**Simplificación contable y administrativa en las microentidades: Impacto en costes financieros**», elaborado por el profesor José Antonio Gonzalo Angulo, Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas en la actualidad. En el contexto de la crisis y búsqueda de soluciones que faciliten la operativa empresarial –simplificándola y haciéndola menos costosa– de las unidades más pequeñas, se estudia el caso particular de las ventajas e inconvenientes de simplificar la información contable que han de cumplir las microempresas (o microentidades) que tienen forma societaria (sociedades anónimas, limitadas y comanditarias por acciones) y el impacto que ello supone en el ahorro de costes administrativos. Ello se inscribe en el debate actual de propuestas legislativas europeas sobre esta materia, enmarcándolas dentro de la situación española.

El trabajo considera que hay un consenso prácticamente unánime en defensa de la simplificación contable en las microentidades, pero señala que la reducción de estas obligaciones ha de estar proporcionada con los derechos que se derivan del régimen de responsabilidad limitada al que se acogen sus socios. Por ello, el trabajo parte de la teoría de la compensación entre responsabilidad y deber de información según la cual la publicación de información contable en sociedades de capital es la justa compensación a la concesión del derecho a los socios de separar su patrimonio personal del patrimonio, y en su caso deudas contraídas, de la sociedad. En este ámbito no puede justificarse ni la exención de la llevanza de libros contables ni la de elaborar cuentas anuales, así como de someterlas a mecanismos públicos de publicidad. Sin embargo, el autor defiende la oportunidad y conveniencia de simplificación de los trámites registrales y de la reducción, cualitativa y cuantitativa, del contenido de la información que proporcionan las cuentas anuales hechas públicas. Y en concreto, propone simplificaciones en cuanto a la exención del reconocimiento y registro de determinadas operaciones, a la aplicación de reglas de valoración más simples y fáciles de aplicar, al uso de forma-

tos simplificados de balances y cuentas de pérdidas y ganancias y a facilitar los procesos de su publicación en los registros públicos.

En todo caso, en este proceso de simplificación no se debe reducir a la dudosa categoría de «carga administrativa». Los estudios empíricos disponibles establecen que las empresas que elaboran su contabilidad son las que más la usan para la toma de decisiones y generan un claro valor positivo para su gobernanza en lo relativo a la confianza entre socios, administradores y personal en general. Además, el registro público de la contabilidad favorece las relaciones comerciales y financieras con socios, clientes, acreedores, proveedores de capital y empleados. La ausencia de elaboración de información y su publicidad pueden, por una parte, ahorrar algunos costes a estas empresas, pero por otra también pueden aumentarlos en mayor medida en los agentes que usan dicha información para conformar su opinión y tomar decisiones tanto en el ámbito interno como externo de la empresa. Esto agravaría los resultados empíricos que señalan un mayor coste financiero y mayor dificultad de acceso al crédito bancario que experimentan las empresas de menor tamaño, puesto que las entidades de crédito al soportar mayores costes de información y percibir mayor riesgo, incrementarían el precio de la deuda y la exigencia de garantías sobre los préstamos de todo tipo. Por otra parte, los estudios realizados sobre los costes económicos de la llevanza y registro de la contabilidad sugieren que son poco significativos, de manera que en términos medios para las sociedades españolas de tamaño muy pequeño alcanzan tan sólo el 0,058 por cien de la cifra de negocios. Estos costes de registro y publicidad se pueden reducir prácticamente a cero utilizando las técnicas, hoy tan habituales, de envío de la información por medios telemáticos.

Un aspecto que toma relevancia en este contexto es el de qué tipo de entidades serían las beneficiarias de la nueva normativa simplificada (en 2009 apareció el borrador de una nueva Directiva contable para microentidades, que se espera sea promulgada en breve). Está por dirimir la plantilla máxima de las empresas que la





podrían aplicar y los topes de la cifra de facturación o volumen de activos máximos. Según las últimas propuestas, aproximadamente a dos de cada tres sociedades mercantiles españolas entrarían en el régimen de microentidades, y podrían aplicar voluntariamente la nueva normativa.

El autor sostiene que en esta materia de simplificación contable y administrativa en la esfera de las microempresas subyacen planteamientos extraeconómicos de carácter ideológico, relacionados con el debate acerca de los límites de la libertad de empresa y la importancia que estas empresas representan en la estabilidad económica de un país y en el mantenimiento del empleo. En ocasiones, la petición de menor información o la reivindicación a favor de la ausencia de la misma, blandiendo motivos ideológicos relacionados con la libertad de empresa, lo único que verdaderamente propicia es la opacidad fiscal. Subraya, asimismo, que no debe caerse en la tentación de permitir que los Estados miembros de la Unión Europea puedan introducir diferencias en la aplicación del régimen de simplificación, porque a largo plazo la regulación terminaría convergiendo en aquella que fijase los requisitos menos exigentes.

## II. LA PYME EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA

La segunda parte de la obra, dedicada a la financiación bancaria de las Pyme, se abre con la aportación «**Estructura financiera de la PYME y su inflexión en la recesión (situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario)**», del profesor Juan Antonio Maroto, basada en el «Estudio anual sobre las PYME Española con forma societaria», de su misma autoría, que viene publicándose desde 2002 y es un excelente referente en España de la situación y evolución de la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas. Para ello utiliza los datos procedentes de los Registros Mercantiles tras haber sido procesados y depurados por el Centro de Procesos Estadísticos, del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de

España. Las muestras en las que se basan los análisis se componen de numerosos registros (más de medio millón de empresas para cada año estudiado), segmentadas por tamaño empresarial (microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas) y, en ocasiones, por sectores de actividad.

El estudio, entre 2005 y 2010, ofrece una buena fotografía de las condiciones financieras de las pequeñas y medianas empresas, resaltando mediante el análisis de ratios económico-financieros los principales comportamientos que habitualmente identifican a estas unidades productivas respecto a las de mayor tamaño: mayores recursos propios y fuerte dependencia bancaria (principalmente de corto plazo), utilización del crédito de provisión como fuente estructural de financiación y mayores costes financieros, entre otros. Por otra parte, el empleo de una muestra tan amplia de datos de empresas proporciona una perspectiva agregada comparable a la que se desprende del conjunto de la economía española. Ello permite al autor, comparando la rentabilidad promedio de los recursos propios de las Pyme con la evolución del PIB, situar en el ejercicio de 2006 el punto de inflexión entre la etapa previa de crecimiento económico y la posterior de crisis económica y financiera. Sobre esta crisis apunta que se ha debido tanto a la eclosión internacional en 2007 de las hipotecas *subprime* estadounidenses como al agotamiento del modelo económico español, basado en la alta disponibilidad y bajo coste de la financiación y en el auge de la actividad de la construcción, inmobiliaria y de servicios.

Hasta este momento de inflexión, las Pyme mantuvieron la tendencia del crecimiento en curso, con cierta reducción de la cifra de negocios y resultados netos en los últimos años, principalmente en las microempresas, aparente presagio de la terminación del ciclo. Estas magnitudes cayeron radicalmente en 2008 y 2009 en todos los tamaños empresariales. La rentabilidad económica se redujo también aceleradamente, tanto por la caída de la demanda (y de los beneficios) como por la menor rotación de activos ante el exceso de capacidad productiva instalada.



Y los costes financieros se incrementaron, sobre todo en las microempresas (más sensibles a las condiciones del entorno), debido al alza de los tipos de interés desde 2006 y al elevado endeudamiento acumulado durante la fase de tipos reales casi nulos. Asimismo, ante la nueva situación de restricción financiera impuesta por las entidades bancarias, se coartaron las necesidades de nuevo endeudamiento para atender las mayores existencias o los planes de inversión previos.

Esta menor actividad y endurecimiento crediticio ha conducido a las Pyme a una sobreponderación de sus recursos propios, que los incrementaron notablemente entre 2007 y 2009, en mayor proporción las microempresas que las pequeñas empresas, debido a la mayor prima de riesgo que exhiben, usualmente asociada al tamaño empresarial. Esta tendencia a una mayor solvencia en las Pyme con la llegada de la crisis ha de ponerse en paralelo con la de la liquidez (indicadores ambos de aproximación al riesgo financiero), que ha venido ajustándose al alza o baja en función de los menores o mayores tipos de interés, por lo que incluso en los años de fuerte incidencia de la crisis vienen mostrándose alcistas. Este análisis de la liquidez sugiere que las microempresas tienen una mayor necesidad de mantenerla, por el papel que juega como colateral en el acceso al crédito bancario a corto plazo.

Por su parte, la ratio entre acreedores y deudores confirma, por un lado, que el crédito de provisión es una fuente de financiación estructural para las empresas más pequeñas (microempresas y pequeñas) y, por otro, que se ha ajustado a la crisis reduciéndose drásticamente, debido tanto a la concesión de mayores facilidades por parte de las empresas para estimular las ventas como al menor crédito de proveedores logrado en estas circunstancias.

En general, los costes financieros sobre la cifra de negocios son parejos en los distintos tamaños de Pyme, aunque con mayores niveles en las microempresas por su mayor prima de riesgo. El estudio resalta la similitud existente entre la evolución de este indicador de gastos financieros y la de los tipos aplicados por las entidades de crédito

a las sociedades no financieras en nuevas operaciones y por un importe no superior al millón de euros, lo que sugiere el elevado peso de la financiación bancaria en el balance de las Pyme.

Finalmente, la dependencia de la financiación bancaria de las empresas, principalmente de las pequeñas y medianas, queda patente cuando se analiza la ratio de deudas totales con entidades de crédito del conjunto agregado de empresas respecto al pasivo total, la cual asciende alrededor del 38 por cien en los años de fuerte incidencia de la crisis. Dentro de esta financiación sobresale la de corto plazo, que llega a cubrir más del 26 por cien de los activos circulantes en las peores etapas de la crisis. Este comportamiento es muy distinto al de la financiación bancaria a largo plazo, con valores que se reducen en 2009 prácticamente a la mitad de los que disponían en 2005, lo que significa un fuerte condicionamiento a la reactivación económica. Este indicador de financiación de las entidades de crédito es bastante estable a lo largo del tiempo y presenta una relación directa con el tamaño de las empresas prestatarias. En mitad de la crisis, mientras que grandes y medianas reducen su apalancamiento bancario por su mayor capacidad de diversificación de fuentes, las pequeñas alcanzan el mayor valor de esta ratio.

El segundo trabajo está dedicado a «**Nuevas perspectivas para el crédito relacional a las Pyme en España**», de los profesores Santiago Carbó y Francisco Rodríguez Fernández, con una orientación particular al caso de las cajas de ahorro. El trabajo muestra que en este período de crisis las restricciones crediticias dentro del entramado empresarial han afectado principalmente a las pequeñas y medianas empresas. Junto a otros motivos estudiados, a esta restricción contribuye la utilización de modelos de evaluación crediticia que penalizan la financiación a la Pyme frente a las grandes empresas, lo cual puede agravarse con la nueva regulación financiera que impone Basilea III en cuanto que el consumo de recursos propios es superior en los créditos a las Pyme que a las grandes corporaciones, así como por el aumento de los requerimientos informativos para evaluar las posibilidades del crédito otorgado.



En este contexto, es necesario explorar nuevas perspectivas para el crédito que permitan orientar el desarrollo del negocio financiero. Entre otras, cobra especial importancia la llamada banca relacional, que constituye un reto que debe afrontar el paradigma tecnológico e informativo tradicional en donde la «información dura» y el «crédito transaccional» han de dar cabida a la «información blanda» y al «crédito relacional». A pesar de las dificultades que ello entraña, distintos estudios parecen indicar que la «información blanda» mejora la productividad de la contratación de crédito, especialmente para la Pyme. La teoría del crédito relacional da importancia a las capacidades que adquieren los evaluadores de crédito a partir de un contacto más cercano con los prestatarios, ámbito en el que obtienen ventaja entidades financieras de menor tamaño y cajas de ahorro por su mayor conocimiento del territorio en el que se insertan. Por esta razón las entidades de mayor dimensión ya han comenzado a aplicar tecnologías de crédito transaccional adaptadas a la banca relacional que les permita aprovechar las oportunidades en la financiación de la Pyme. Ejemplos en este sentido son los préstamos basados en activos, el *factoring* o el *leasing*. La combinación de tecnologías de evaluación para la financiación abre también posibilidades de venta cruzada que permiten a su vez incrementar el contenido informativo en la evaluación crediticia.

Junto a lo anterior, en la situación actual de crisis toma interés en el trabajo el estudio de la dinámica de las restricciones financieras que afronta la Pyme y sus efectos sobre la inversión a largo plazo, así como su relación con los recursos por ella generados o *cash flow*. La evidencia empírica parece señalar que las empresas son conservadoras ante la toma de decisiones de inversión y sólo invierten cuando esperan abundante *cash flow*, por lo que en momentos de crisis esta restricción presenta especial relevancia, que se acentúa cuando existe una falta de acceso a líneas de crédito. Cuando aumentan los recursos generados se aumenta también la garantía colateral para las instituciones financieras, lo cual es de especial relevancia en un ambiente de asime-

tría de información. En este caso si se produce un aumento del tamaño empresarial llevará consigo una minoración de la restricción a la financiación externa.

Centrándose en el caso español, los autores repasan la evolución reciente del crédito a empresas y, en particular, a la Pyme. Desde el verano de 2007 el volumen de financiación empresarial comenzó a decaer alcanzando tasas negativas a partir del segundo trimestre de 2009, con mayor caída en las cajas de ahorro en el año 2010. Esta tendencia negativa de la tasa de variación del crédito ha afectado a todos los sectores de actividad, destacando por su magnitud la financiación con destino a la construcción. El sector servicios, aunque junto a la industria, también ha mostrado una disminución, ha sido menor y se mantiene claramente como el mayor receptor de crédito a empresas.

Finalmente, en orden a analizar y obtener evidencia empírica sobre las restricciones financieras en España, los autores plantean un modelo de desequilibrio (en la medida que permite que la demanda exceda a la oferta y que exista racionamiento de crédito) con tres ecuaciones simultáneas representativas de la demanda, de la oferta y del equilibrio entre ambas en el mercado crediticio. Los resultados del modelo permiten calcular la probabilidad de que la demanda exceda a la oferta de tal forma que las Pyme afrontan restricciones financieras. La probabilidad obtenida indica que para el período 2000-2008 el porcentaje promedio de Pyme con restricciones al crédito es del 37,26 y mayor en el caso de los bancos que de las cajas. Asimismo, los resultados de una ampliación de dicho modelo señalan que las empresas de tamaño muy reducido o que empiezan la actividad son las que en su inversión más dependen de su capacidad de generación de *cash flow*, así como que existe una relación directa entre dependencia bancaria y la correlación entre inversión y *cash flow* en las Pyme españolas.

Del conjunto del estudio se desprende que los grupos de cajas de ahorro surgidos tras las fusiones iniciadas en 2009 pueden contar con algunas ventajas para explotar en mayor medida el crédito a la



Pyme, por su carácter relacional, su conocimiento del territorio y transmitir un mayor estímulo de la inversión a largo plazo de las pequeñas y medianas empresas, a las que establecen menores restricciones para su financiación.

La tercera aportación de esta parte, referida también al crédito dirigido a la Pyme, tiene un enfoque de banca privada, «**Banca comercial y de empresa, financiación y servicios a la pequeña y mediana empresa**», ha sido elaborada por Jaime Romagosa Soler, del Banco de Santander. En ella esboza primero un breve diagnóstico con las características, factores clave y perspectivas de la Pyme en España, para abordar a continuación en qué consiste y qué instrumentos se utilizan en la estrategia bancaria orientada al negocio financiero con las pequeñas y medianas empresas, del que se estima que supone aproximadamente el 30 por cien de la cuenta de resultados en el conjunto de la banca española. Este negocio tiene una alta capacidad de fidelización de clientes, puesto que las Pyme operan con un menor número de bancos (en torno a tres) y, por tanto, cabe realizar negocios adicionales al crédito, lo que lo hace más atractivo.

Señala el autor que esta actividad tradicionalmente era atendida por las cajas de ahorro, pero desde hace dos décadas los bancos españoles han ido entendiendo las necesidades de las Pyme y han formulado enfoques dirigidos a su captación, adoptando modelos de riesgo y de servicios específicos. La atención personalizada, el establecimiento de Centros Pyme y la oferta de productos de servicios financieros y acompañamiento a los empresarios en su gestión financiera y comercial son fundamentales en esta estrategia, que establece diferencias por segmentos de Pyme en función del tamaño de las empresas o negocios. En concreto, distinguen el rango de facturación, el nivel de riesgo con la entidad y la demanda de productos bancarios, de modo que, en general, se orientan hacia cinco tipos de ellas: Pymes con nivel de facturación y demanda de productos próximos al segmento «Empresa», Pymes con menor nivel de facturación y demanda de productos, Pymes Comercios, Pymes Negocios y Microempresas.

La gestión del riesgo combina dos enfoques: uno «carterizado», en el que trabajan conjuntamente con los gestores comerciales –que conocen y siguen a cada empresario– los analistas de riesgo, y otro «estandarizado» de carácter más masivo, mediante procesos automáticos. En el primero se encuentran las Pyme de mayor tamaño y demandas más sofisticadas y en el segundo las restantes. En cuanto a los productos ofrecidos, además de los básicos, están los especializados: leasing y renting, factoring y confirming, cobertura de riesgos, negocio exterior y banca de inversión. Se reconoce por el autor que entre las opciones «estrella» de financiación empresarial que ofrecen se encuentra los Préstamos a largo plazo con cobertura ICO, ya que están especialmente diseñados para este tipo de empresas. De acuerdo a un informe periódico que utiliza para valorar el comportamiento financiero de las Pyme y sus relaciones con las entidades financieras se concluye, de un lado, que los productos más usados son, por este orden, la póliza de crédito a corto plazo («el rey» de la financiación); el leasing, los préstamos ICO y los préstamos hipotecarios; el descuento comercial, el renting, lo avales y el confirming; y el depósito a plazo, los fondos de inversión y los préstamos en general. Y de otro, que la figura clave en los requerimientos de las Pyme es el gestor personalizado,

Se refiere el autor, asimismo, al importante reto de la economía española y de sus Pyme en la búsqueda de la innovación, la competitividad y la eficiencia. Destaca la escasa presencia de las Pyme españolas en los mercados internacionales y, particularmente, en los emergentes de alto crecimiento y Latinoamérica. Por ello, señala que la internacionalización es el único camino seguro para aumentar el tamaño limitado de estas empresas, así como su escaso desarrollo tecnológico y rentabilidad. Y propone la necesidad de desarrollar políticas público-privadas activas de internacionalización de las Pyme, por ser estas los motores más inmediatos de generación de crecimiento y empleo. Esta iniciativa debería permitir abaratar los costes de análisis e información y hacer más accesible la financiación. Concluye que «a nuestros empresarios no les falta carácter



o coraje, pero necesitan una política que les acompañe (al exterior) y les haga crecer».

Finalmente, un cuarto trabajo sobre la Pyme en la financiación bancaria cierra esta segunda parte de la obra. Se refiere a uno de los instrumentos públicos de apoyo más notorios en este tema pero que opera con la intermediación de la banca. Bajo el título de «**El ICO y la financiación de las PYMES: Respuestas ante la crisis**», el profesor Enrique Villarreal Rodríguez realiza un pormenorizado estudio sobre el papel del Instituto de Crédito Oficial (ICO) en apoyo a la financiación de las Pyme. Sus resultados, como consecuencia de la crisis, alientan nuevas expectativas a la banca pública. La irrupción de la crisis financiera ha revelado la necesidad de un mayor protagonismo de la banca pública para aliviar situaciones de tensión de la financiación de la inversión y capital circulante de las pequeñas y medianas empresas, muy acusadas por el racionamiento del crédito proporcionado por las instituciones financieras privadas. En este contexto, el ICO ha asumido un mayor papel de banca pública aunque encontrándose con la importante restricción de carecer de una red de oficinas propias.

El ICO ha necesitado y necesita recurrir a la intermediación financiera que ofrecen las redes comerciales de la banca privada. Reforzando las líneas de financiación tradicionales, que se han mantenido aunque con modificaciones cuyo objeto es simplificar el acceso y mejorar las condiciones al crédito de las Pymes, el Instituto se ha visto empujado por la gravedad de la crisis a abrir nuevos cauces en materia de financiación directa al sector productivo, principalmente a las empresas más pequeñas. El instrumento utilizado ha sido la línea ICO-Directo, operativa desde mediados de 2010, mediante una herramienta informática a través de Internet que pone de manera directa al demandante de financiación en contacto con el Instituto y sólo en la formalización y gestión de la operación interviene una entidad financiera colaboradora. En este tipo de operaciones el riesgo y la decisión de concesión corresponde al ICO, el crédito concedido puede ser utilizado para cualquier necesidad de la

empresa y el prestatario cuenta con amplios plazos de devolución. No obstante, dada la coyuntura en los mercados financieros y especialmente en cuanto a deuda soberana, el coste financiero que supone es elevado: en 2010, EURIBOR a 6 meses más 3,5 puntos porcentuales. La acogida de esta línea ha facilitado a la economía a lo largo de un año un importe de 435 millones de euros.

Junto a la anterior iniciativa, el Instituto de Crédito Oficial también puso en marcha en 2009, mediante el tradicional cauce de la intermediación financiera, la línea ICO-Liquidez para dotar de financiación de capital circulante a empresarios autónomos y Pyme. En ella el Instituto asume el 50 por cien del riesgo de la operación. Entre 2009 y 2010 se realizaron casi ciento noventa mil operaciones. Otra de las iniciativas tomadas ha sido ICO-Economía sostenible, serie de productos en donde se incluyen operaciones de capital riesgo, inversiones en proyectos de infraestructuras y participaciones en fondos de inversión con el denominador común de financiar proyectos relacionados con el medio ambiente, el conocimiento, la innovación y el bienestar social.

Paralelamente a estas iniciativas novedosas, el ICO ha continuado con sus tradicionales líneas de financiación a la pequeña y mediana empresa: ICO-Pyme e ICO-Crecimiento empresarial, las cuales han sido subsumidas en 2010 por ICO-Inversión. Desde 2009 la financiación del ICO ha experimentado una flexibilización de los criterios para la concesión del crédito y un alargamiento de plazos, períodos de carencia e importes de financiación. De tal forma que la limitación existente anteriormente para que la financiación fuera dedicada a la inversión en activos fijos nuevos cofinanciados por la empresa solicitante, ahora se elimina permitiendo la posibilidad de adquirir activos productivos usados, vehículos de turismo e incluso financiación de operaciones societarias de adquisición de empresas; la financiación puede alcanzar hasta el 100 por cien del valor de la inversión, los plazos de amortización y periodos de carencia en 2010 han llegado a alcanzar 12 y 3 años, respectivamente, para los préstamos destinados a la inversión. Igualmente



se han ampliado los importes máximos por prestatario y año hasta 2 millones de euros.

En la actualidad el peso del balance del ICO respecto al sistema financiero español es del 2,4 por cien. Desde 2005 a 2010 esta participación se ha duplicado con el objeto de hacer frente a las adversas condiciones de acceso al crédito de la Pyme y aunque, como consecuencia de la crisis, la demanda de financiación ajena por parte de las Pyme se ha reducido en casi 15 por cien, las solicitudes de crédito al ICO han aumentado en ese mismo porcentaje. Este crecimiento de la demanda de crédito al ICO se ha visto acompañado por una mayor proporción de respuestas positivas en su concesión.

En la parte negativa, las tensiones en los mercados financieros han provocado un encarecimiento de la financiación que obtiene el ICO, lo que a su vez ha supuesto trasladar ese mayor coste a los créditos concedidos, aunque los tipos crediticios siguen siendo claramente mejores que los que se puede obtener en la financiación de las entidades financieras privadas.

### III. PYME Y EMPRENDIMIENTO ANTE ALTERNATIVAS PÚBLICAS Y PRIVADAS DE FINANCIACIÓN

La tercera parte de la obra, sobre las alternativas e instrumentos públicos y privados de financiación de la Pyme, se inicia con el trabajo «**La Pyme ante el reto de la cotización en los mercados**», escrito por David Carro, de DCM Asesores. Este autor argumenta que el tejido empresarial español, formado principalmente por pequeñas y medianas empresas, es muy tradicional en la búsqueda de financiación y en la ponderación de las bondades que podría proporcionarle su cotización en los mercados. Estas empresas perciben como una amenaza la pérdida del control y como un impedimento el corsé de los requerimientos normativos para cotizar en el mercado por encima del valor de la virtud que esa vía les proporciona para su financiación. Todavía están inmersas en una cultura empresarial recelosa de la novedad y en donde existe un fuerte entrela-

zamiento entre la propiedad y la principal línea de dirección de la empresa, especialmente en la función financiera.

Que las pequeñas y medianas empresas den el paso a cotizar en los mercados precisa de un incremento del apoyo público y de una mayor culturización económica en su gestión. Por ello, la apuesta de Bolsas y Mercados Españoles por el Segmento para empresas en expansión, que es el Mercado Alternativo Bursátil, es un paso clave para abrir este necesario camino a la Pyme.

En realidad, la opción de cotizar en los mercados regulados o auto-regulados ha sido percibida tradicionalmente por la mayoría de las Pyme de nuestro país como algo casi antinatural y probablemente esto sigue siendo así en el actual entorno económico de recesión. En este entorno el valor bursátil de las empresas cotizadas ha caído de manera alarmante y eso afecta negativamente a la percepción que los propietarios de Pyme tengan sobre la bondad de cotizar. Sin embargo, señala el autor, que las bondades de cotizar para una Pyme son muy importantes y destaca que permite la financiación del crecimiento empresarial, la valoración objetiva de la empresa, la liquidez para los accionistas y notoriedad, prestigio e imagen de marca.

Además existen experiencias internacionales exitosas que avalan un potencial futuro halagüeño para el mercado alternativo bursátil como son el caso del Alternative Investment Market (AIM), de la London Stock Exchange y el NYSE Alternext, del grupo Euronext (unión de los mercados bursátiles francés, holandés, belga y portugués) y que existen otros mercados alternativos o segmentos de mercado específicos para Pyme en países como Alemania, Italia, Japón e, incluso, China.

El autor presenta los resultados de un estudio realizado por DCM Asesores y Everis en el que, contextualizándolo en el mal momento económico actual, con una evolución del PIB negativa, una tasa de paro alarmantemente alta y una evolución de los tipos de interés propia de una política monetaria expansiva, señala los desafíos y oportunidades de las Pyme, su dependencia res-



pecto a los distintos tipos de financiación y la percepción que tienen las Pyme respecto a los beneficios e inconvenientes para cotizar en bolsa.

De ello, en primer lugar, el estudio detecta la necesidad que tienen las Pyme de expandir su negocio como una oportunidad de futuro, pero son conscientes de que los problemas de liquidez y de financiación son los principales obstáculos para alcanzarlo. En lo referente a fuentes de financiación las Pyme españolas son muy tradicionales, principalmente dependientes del crédito frente a la autofinanciación o capitalización y en las que sólo el 12 por cien busca la financiación en nuevos socios, inversores institucionales, fondos de capital riesgo o family office. Esta situación, en un contexto de endurecimiento de las condiciones crediticias y en el que está produciéndose un retraso de los cobros y un incremento de la morosidad de los clientes, afecta gravemente a su supervivencia y ahoga su crecimiento.

Todo ello debería redundar en que valoren más los beneficios que perciben por cotizar en bolsa que los inconvenientes que les pueden acarrear. Los beneficios que perciben es la obtención de nuevas vías de financiación, la profesionalización de la gestión, la mejora de la solvencia y la percepción pública de la compañía, y los perjuicios la volatilidad de la cotización de sus acciones y los requisitos de transparencia que se les exige. En esta balanza en la que deben pesar más los beneficios que los inconvenientes, el 50 por cien de las Pyme conocen el MAB y un 38 por cien de las mismas lo consideran como una estrategia futura potencial en una coyuntura favorable. Los sectores más propensos a emprender la transformación para cotizar son las telecomunicaciones y el sector químico-farmacéutico, de empresas comprendidas entre 50 y 250 trabajadores y que disponen de un activo menor a 10 millones de euros.

Como conclusiones el autor destaca que existe una mayor percepción del riesgo de cotizar que un desconocimiento de sus posibilidades y que un inconveniente es que frecuentemente el liderazgo está concentrado en lugar de formar parte de una estructura profesionalizada, en la

que aún así la alta dirección es mucha más receptiva y la propiedad mucho más escéptica a dar el paso de ser cotizadas. No obstante, serán cada vez más las compañías que inicien los procesos de incorporación a los mercados, si bien muchas dilatarán el tiempo de finalización de ese proceso y es de esperar que cuando los mercados empiecen a mostrar una nueva normalización, augura el autor, habrá una verdadera eclosión de Pyme cotizadas. Para todo ello, es imprescindible el concurso inmediato, contundente y global de las administraciones públicas fomentando la aproximación de las empresas a los mercados de valores como mecanismo adicional y alternativo de financiación.

Una segunda aportación sobre el reto de las Pyme ante la cotización en los mercados, que complementa la anterior, es «**Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB**», realizada por Antonio Giralt y Jesús González Nieto, ambos responsables del Mercado Alternativo Bursátil español. En la misma analizan cómo las pequeñas y medianas empresas pueden beneficiarse del acceso al mercado de valores para obtener financiación y, además, lograr otros beneficios inducidos.

Precisan que tradicionalmente, aparte de la financiación aportada por los socios de una Pyme, la única fuente de financiación empleada ha sido el crédito bancario. Esta dependencia del crédito bancario ha sido posible por la eficiencia del sistema bancario español en el último cuarto de siglo y la abundancia del crédito. Un dato evidente de esta situación es que desde 1986 el endeudamiento de las empresas no financieras se ha multiplicado por diez y que en la última década se ha triplicado. Esta abundancia de crédito ha hecho que las empresas españolas sean especialmente vulnerables a la contracción del crédito bancario y que se haya producido una desproporción del recurso a la financiación crediticia frente a la financiación de emisiones de empréstitos, que, por ejemplo, según datos del primer trimestre de 2011, arroja un saldo vivo de préstamos de casi un millón quinientos mil millones de euros frente al saldo vivo de bonos de 27.000



millones de euros. Esta desproporción se extrema cuando se hace referencia a las Pyme, pues su recurso a la financiación mediante empréstitos en los mercados es prácticamente nulo.

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la Pyme a través de fondos propios y emisión de empréstitos se convierte en una necesidad. Sin embargo han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de mentalidad en los propietarios de la Pyme, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de perderse el miedo a la posibilidad de pérdida de control en la compañía. Junto a ello, las Pyme que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización, como es la contratación tipo *fixing*.

En Europa existen experiencias exitosas de mercados alternativos bursátiles para empresas de pequeño y mediano tamaño, como son los casos del AIM británico, en donde tras 15 años de funcionamiento cotizan alrededor de 1.150 empresas y el Alternext francés que, en septiembre de 2011, contaba con 180 compañías cotizadas. Estos antecedentes internacionales y la contracción del crédito bancario pueden dar una pista de la necesidad que en España tiene el desarrollo y consolidación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), inaugurado en 2009. Cotizar en el MAB tiene para las pequeñas y medianas empresas la ventaja de poder aumentar sus recursos propios con la consiguiente mayor solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero que ello conlleva. De esta forma, coadyuva al crecimiento y expansión de la empresa y dota de liquidez a las acciones, lo cual es casi indispensa-

ble para atajar conflictos entre accionistas y permitir la continuidad de negocios familiares al facilitar la desinversión de los socios que deseen salir de la empresa. Además de las ventajas financieras de cotizar en este mercado existen otras inducidas, tales como conocer el valor del negocio, transmitir una imagen de transparencia y prestigio, incrementar la notoriedad frente a clientes e interlocutores financieros y aumentar el grado de difusión de la marca y de la imagen de la empresa por la continua publicidad que el mercado le proporciona.

Para vencer las dificultades señaladas arriba, el MAB ha sido diseñado como un Sistema Multilateral de Negociación al margen pero en paralelo a la Bolsa, promovido por Bolsas y Mercados Españoles y supervisado por la CNMV en el que a enero de 2012 cotizan 18 empresas españolas pero que está abierto también a la cotización de empresas de la Unión Europea y de Latinoamérica. La regulación del MAB no es la que se aplica tradicionalmente a las compañías que cotizan en bolsa sino que es otra más simplificada. Además, para ayudar a las empresas que quieren cotizar en el MAB se han creado dos figuras nuevas no requeridas en la Bolsa y esenciales en este mercado alternativo, como son el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. La primera para ayudar a la empresa a cumplir con las exigencias de transparencia del mercado y la segunda para facilitar contrapartida en caso de falta de liquidez del valor.

Tras dos años de historia del MAB, un estudio realizado por el propio mercado ha evidenciado ventajas para las empresas que en él cotizan, materializadas en un crecimiento saludable del balance agregado de las compañías, un aumento de su cifra de negocios, una mejora de los resultados de explotación y capacidad para la creación de empleo de calidad, así como ventajas cualitativas percibidas por sus empresarios-directivos en lo referente a la internacionalización y competitividad de la empresa.

Las autoridades públicas han establecido algunas ayudas económicas a la empresa para estimular su incorporación al MAB (es el caso del





Ministerio de Industria, la Comunidad de Galicia y la Comunidad de Murcia) o ciertos incentivos fiscales regionales a la inversión en empresas negociadas en el MAB (como los casos de Cataluña, Aragón, Galicia y Madrid). No obstante, el desarrollo de esta herramienta de financiación para Pymes precisa de una acción pública decidida a su favor, que se debe concretar en incentivos fiscales atractivos para aquellos que inviertan a través de vehículos especializados o directamente en este tipo de compañías. Esta estrategia ha dado muy buenos resultados en Gran Bretaña, que es sin duda el modelo a seguir en este ámbito y posteriormente en Francia.

El tercer trabajo sobre las herramientas al servicio de la financiación de la pequeña y mediana empresa es de la autoría de los profesores María Callejón y Agustí Segarra y se titula «**Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la Pyme: hechos, crítica y propuestas**». Argumentan que las políticas públicas de apoyo al acceso a la financiación empresarial tienen sentido cuando se detectan fallos de mercado en el sistema financiero privado. Los estudios revelan que las pequeñas empresas suelen enfrentarse a mayores restricciones de crédito, y mayor coste del mismo, que las empresas de mayor tamaño. Y especialmente existe consenso entre expertos y académicos que los mecanismos de mercado generan flujos insuficientes de financiación hacia las jóvenes empresas innovadoras debido a su elevado riesgo. En conjunto, aunque resulta dudoso interpretar la existencia de fallo de mercado en general, puede darse un racionamiento crediticio en determinados colectivos. El análisis que realizan de las barreras financieras y las actuaciones públicas que tiene como objetivo el acceso al crédito para la Pyme innovadoras es un verdadero reto para la modernización del tejido productivo.

Los autores señalan que la determinación del grado de restricción crediticia que afecta sistemáticamente a las Pymes no es un ejercicio simple. Cada proyecto de inversión comporta un nivel de riesgo determinado, y el problema de fondo es la capacidad de evaluar el riesgo por parte de las instituciones financieras. Descartar proyectos

cuyo riesgo supera cierto umbral es económicamente eficiente, pero si por limitaciones de cálculo se tiende a descartar proyectos con riesgo real aceptable el efecto sobre la inversión y la competitividad será negativo. Para determinar la intensidad del fracaso de mercado en la financiación empresarial externa tiene sentido examinar si existen errores sistemáticos de evaluación de los riesgos por parte de los agentes especializados. La experiencia en España en los últimos años podría indicar que las técnicas de evaluación de riesgos podrían afinarse.

Tras el comienzo de la crisis se ha podido constatar que la exuberancia crediticia ha ocasionado impactos negativos sobre la capacidad competitiva de nuestra economía. Las empresas encontraron pocos incentivos para mejorar su productividad, y las entidades financieras tendieron a vehicular el grueso de sus flujos crediticios hacia la actividad constructora. Las instituciones financieras españolas diseñaron pocos productos nuevos ajustados a las necesidades de las empresas innovadoras y exportadoras expuestas a elevados niveles de riesgo.

Los autores señalan también que bastantes analistas internacionales contemplan con escepticismo la posible existencia de un problema de financiación específico para las Pymes que justifique una intervención pública en términos de añadir dinero al sistema. Un problema pendiente es que no se dispone de evidencia clara sobre el efecto positivo sobre la producción de ciertas ayudas públicas a la financiación como las garantías o el capital riesgo. Los estudios para España encuentran que, con anterioridad a la crisis, la financiación aparece como segundo o tercer problema para las empresas.

El trabajo presenta un análisis confeccionado con datos del Registro Mercantil que muestra que las empresas micro, pequeñas y medianas recurren más intensamente a los recursos propios que las empresas grandes. Por otra parte la debilidad en su estructura financiera se manifiesta en la importancia que tienen los fondos ajenos a corto plazo frente a los créditos a largo plazo. Esta circunstancia hace que, ante un problema de refi-



nanciación del circulante, empresas económicamente viables puedan terminar cerrando, además de ser un lastre a la hora de plantearse acometer proyectos de inversión a largo plazo.

Desde el punto de vista de las actuaciones públicas, los autores destacan el Programa Marco para la Innovación y la Competitividad (CIP 2007-2013), que entre otros objetivos establece medidas para atender los segmentos empresariales sometidos a mayores restricciones de financiación externa. Entre estos «instrumentos financieros comunitarios» destacan tres: el mecanismo para las Pymes innovadoras y de rápido crecimiento (GIF o MIC), el mecanismo de garantía Pyme (SGEG) y el sistema de desarrollo de capacidades. En el caso español, las políticas públicas de acceso a deuda han incluido préstamos bonificados, garantías y titulización. Los programas de acceso a capital incluyen: capital «mezzanine» o préstamos participativos y capital riesgo. Junto a ellos existen instrumentos de menor cuantía, como los microcréditos o el fomento de las redes de «business angels».

Los autores mencionan que el Instituto Oficial de Crédito (ICO) ha reaccionado frente a la crisis financiera diversificando sus líneas para atender mayor número de colectivos, pero matizan que resulta difícil determinar en qué medida la actividad del ICO constituye una respuesta justificada a fallos del mercado, debido a la elevada actividad del ICO con grandes empresas y otras instituciones públicas y privadas en las que no parece que haya fracasos de mercado, por un lado, y porque su operativa de intermediación bancaria tiende a beneficiar al sistema bancario privado y no sólo a la Pyme, por otro. En cuanto al sistema de contragarantías ofrecido por el sector público, sostienen que en su conjunto realiza una contribución positiva aunque mejorable sobre la base de aumentar en cantidad y calidad la información a las empresas sobre este instrumento, así como que cabría pensar en que se establecieran líneas de garantía especializadas, mejorando el relativamente genérico diseño territorial, que apenas discrimina por tipos de empresa y sectores. Por otra parte, en la esfera de los programas de titulización se cuestionan en qué medida el

programa FTPYME y el aval del Estado han sido necesarios en los años anteriores a la crisis cuando el crédito bancario ha sido abundante y el sistema disponía de liquidez, de manera que –según argumentan expertos– finalmente bancos y entidades gestoras han sido más beneficiarios que las Pyme.

Como conclusiones, estos autores enfatizan en que el objetivo de los programas públicos no es aumentar la financiación en sí, sino permitir a las empresas eficientes acceder a mayores recursos para mejorar su capacidad innovadora y competitiva. Y proponen algunas medidas para mejorar los resultados: reducir la fragmentación y descoordinación del actual conjunto de instrumentos, mejorar y sofisticar los sistemas de garantías, asegurar la competencia en el mercado bancario de créditos a Pyme e incentivar la orientación de ese crédito hacia actividades avanzadas y con mercados en expansión, ayudar a las jóvenes empresas a través de mecanismos de mercado, rediseñar los mecanismos de titulización, reducir los plazos de pagos de facturas, promocionar el leasing y el factoring, mejorar las técnicas de estimación del riesgo, garantizar una buena protección a los acreedores y, como fórmula adicional al crédito para apoyar la innovación, establecer un programa de vales directamente adjudicados a las Pyme para la contratación de servicios de innovación.

Una cuarta aportación sobre alternativas de apoyo a la financiación de las Pyme se centra en el estudio de uno de los instrumentos públicos más emblemáticos, «**El modelo de garantías de crédito y reafianzamiento: Alcance de su eficiencia y retos**», de las profesoras Clara Cardone y Anahí Briozzo. En su análisis, parten de que la filosofía que subyace en la mediación de las sociedades de garantía recíproca (SGR) entre las entidades financieras y las pequeñas y medianas empresas es muy beneficiosa para el desarrollo del sistema productivo y el mercado de crédito. Sin embargo, también reconocen la existencia de desventajas, entre las que citan cuatro: la gran heterogeneidad de las SGR, en función de la más o menos estrecha relación con la Comunidad Autónoma respectiva y de los recursos que éstas aportan; la escasa incidencia del sistema de



garantías en el tejido empresarial (4 por cien de las empresas); la generalizada lentitud del proceso administrativo en la obtención de un aval, que exige primero la evaluación del proyecto y después asociarse a la SGR; y finalmente, el mayor incentivo que tienen las microempresas a ser clientes del sistema, lo que conlleva que las SGR concentren créditos de peores riesgos y generen un efecto de selección adversa.

Otro importante aspecto positivo del sistema es el del reafianzamiento que otorga la entidad pública CERSA, que puede llegar a dar cobertura a las operaciones de crédito hasta del 75 por cien, lo cual significa que para una entidad financiera prestamista cuando concede un crédito avalado por una SGR tiene ante sí un crédito cuyo riesgo se aproxima a cero. Sin embargo, las autoras se preguntan si este sistema de reaval, es debidamente reconocido por las entidades de crédito a efectos de ponderar el coeficiente de solvencia y que tiene gran importancia dentro de la correcta aplicación del marco jurídico de los acuerdos de Basilea II.

Por otra parte, el trabajo analiza la irrupción de la actual crisis financiera y económica sobre la actividad de las SGR. Esta actividad se ha visto alterada, puesto que tras encontrarse en un período de importante crecimiento se ha desacelerado a partir de 2008 produciéndose cambios a distintos niveles, tales como la composición y nivel de demanda de los avales, el otorgamiento de los mismos y la calidad de la cartera de los activos, avalándose probablemente créditos de menor calidad. La demanda de avales creció en 2009 a pesar de que el volumen de crédito disminuyó, pero ambos conceptos experimentaron una fuerte caída en 2010. Las autoras consideran que ello refleja que las entidades financieras cuando conceden crédito a la financiación empresarial lo hacen exigiendo mayores garantías, sobre todo si el prestatario puede ser considerado de baja calidad crediticia, como es el caso de las Pyme. Las cifras de estos últimos años indican que el porcentaje de avales concedidos sobre los solicitados y la ratio de avales finalmente formalizados implican que, ante un empeoramiento de las condiciones financieras las Pyme, las peticiones

de avales para acceder al crédito se incrementan, pero simultáneamente las expectativas negativas sobre la economía y el horizonte financiero llevan a solicitar menores niveles de crédito.

En estas condiciones, la deteriorada posición financiera de las Pyme queda patente cuando se observa la evolución de la ratio de créditos dudosos, es decir los que presentan dudas razonables sobre su reembolso total (principal e intereses) en los términos pactados contractualmente: mientras que en 2006 era del 5,3 por cien, en 2010 alcanzó el 14,6 por cien. Este empeoramiento de la calidad crediticia no ha afectado a la solvencia del sistema de garantías, ya que la ratio de fondos propios computables en relación al riesgo vivo no ha empeorado, manteniéndose en torno al 11 por cien. Lo que sí se ha resentido ha sido la rentabilidad promedio de las SGR, que en el año 2010 se ha hecho negativa.

El nuevo acuerdo de Basilea III incide en el marco de las garantías de crédito en tres aspectos. En primer lugar, en el mantenimiento del mínimo de capital básico, que se fija en un mínimo del 4,5 por cien, lo que no significa ningún problema ya que el actual sistema ya cuenta con un 8 por cien de capital incluyendo las reservas; en segundo lugar es esperable que en futuro el regulador exija a las SGR la constitución y mantenimiento de capital contracíclico de un 2,5 por cien, de manera análoga al exigido a las entidades financieras; y en tercer lugar, puede existir un efecto negativo en el coste de la financiación de la Pyme ante una exigencia de mayores niveles de capital regulatorio.

En todo caso, a pesar de las desventajas apuntadas y de las deficiencias de alcance del sistema de garantías en España, así como de que existe una gran concentración de avales formalizados y en el riesgo vivo en tres SGR –que abarcan alrededor del 50 por cien en ambos conceptos–, en la actual coyuntura de crisis y restricción crediticia este modelo de garantías otorga a la Pyme una mayor oportunidad de inserción en el canal del crédito.

La quinta aportación se refiere también a otros instrumentos de gran tradición en el campo



de la financiación de la Pyme, aunque de resultados desiguales y poco relevantes en el caso español, particularmente en la esfera del apoyo público: los mercados de capitales y, particularmente, el capital riesgo. En «**El reto de la financiación de la Pyme en los mercados de capitales: capital riesgo, redes de inversores, fondos de titulación y emisiones de deuda**», el profesor José Martí Pellón analiza diversas posibilidades que, en el contexto de las imperfecciones de mercado derivadas de las asimetrías de información entre los distintos grupos de interés empresarial (accionistas, acreedores y nuevos inversores), tiene la Pyme en el acceso a fondos propios y fondos ajenos para favorecer su creación, desarrollo y expansión. Además, a partir de los estudios empíricos, está generalmente aceptado que, ante las necesidades de nueva financiación, la empresa prefiere la autofinanciación mediante la retención de beneficios frente a la adquisición de nuevas deudas y ésta frente a la ampliación de capital. Estas asimetrías y preferencias en cuanto a fuentes de financiación se agudizan en el caso de la pequeña y mediana empresa.

Con esta realidad, el trabajo estudia las oportunidades que para la financiación de la empresa tiene el capital riesgo formal (tanto *venture capital* como *private equity*), el capital riesgo informal, mediante los *business angels*, y los fondos de titulación para la Pyme.

El *venture capital* es una forma de canalización de financiación a la empresa en etapas iniciales o en procesos de crecimiento por parte de inversores a través de especialistas que crean vehículos de inversión –bien a través de sociedades de capital o mediante fondos patrimoniales–. Las aportaciones que se realizan son de carácter temporal y generalmente minoritarias y añaden valor a la gestión de la empresa participada. Por ejemplo, contribuyen a identificar y atraer a directivos clave, abrir las puertas de entidades financieras de clientes y proveedores y apoyar procesos de internacionalización. El equipo emprendedor debe considerar que la entidad de *venture capital* es un aliado pero que corre un riesgo al convertirse en accionista, y que además de tener la esperanza de verse remunerado tiene también la con-

trapartida de un conocimiento y análisis completo del plan de negocios con el que va a colaborar.

El *private equity* es un estado más desarrollado del *venture capital* que principalmente se involucra en sociedades no cotizadas en operaciones de capital desarrollo, sustitución de accionistas, adquisición de empresas con apalancamiento o reflotamiento de empresas. En los casos de sustitución de accionistas y en las compras apalancadas la aportación del capital riesgo no suele implicar la entrada de nuevo capital en la empresa sino una sustitución en el accionariado y la participación aspira a ser mayoritaria; sin embargo, en el caso del capital desarrollo y en el reflotamiento de empresas existen nuevas aportaciones de capital.

Los estudios realizados en España han puesto de manifiesto que las empresas apoyadas por entidades de capital riesgo crecen más rápido y crean más empleo que empresas similares que no han contado con el apoyo de estas entidades. Además, las operaciones de *venture capital* en etapas iniciales de la empresa son escasas, siendo mayor la probabilidad de que la entrada del capital riesgo se produzca en fases más avanzadas. Esto también es así en las operaciones de *private equity* que realmente se centran en empresa medianas y grandes. En ambos casos un problema que afrontan las sociedades y fondos de capital riesgo es la desinversión por la dificultad de conversión en liquidez de la participación tomada cuando deciden salir del accionariado de la empresa.

Pero esta actividad está amenazada en España si no se consigue movilizar hacia el capital riesgo una pequeña parte de los recursos de los fondos de pensiones nacionales que, beneficiándose de un incentivo fiscal muy potente, sólo se centran en inversiones financieras. El mantenimiento de dicho incentivo debería tener como contrapartida un mínimo compromiso de canalización de recursos hacia la economía real, especialmente dada el escaso flujo de financiación que llega a las empresas.

El capital riesgo informal desarrollado por los *business angels* tiene características similares con



las anteriores figuras, pero son realizadas por particulares que invierten directamente o a través de sociedades. Son inversores que apuestan por un proyecto empresarial sin involucrarse en el día a día, pero aportando un valor añadido a través de su conocimiento y experiencia. El desarrollo de esta figura financiera precisa de que se establezcan los medios adecuados para que se produzca una eficiente conexión entre emprendedores e inversores. Por ejemplo, a través de plataformas electrónicas en donde unos y otros puedan localizarse, exponer el proyecto y los fondos necesarios. Tanto desde el ámbito europeo como nacional se ha tratado de promocionar redes de *business angels*; sin embargo, sería conveniente tomar nuevas iniciativas de apoyo, como beneficios fiscales para los inversores, con incentivos tan agresivos como los reconocidos a los planes de pensiones.

Las figuras de capital riesgo formal e informal son complementarias entre sí. En los países en los que más desarrollo hay del capital riesgo formal más extendida está la figura del *business angel*, tanto por razones culturales como por la existencia de importantes incentivos fiscales.

Finalmente, para aumentar el flujo de financiación dirigido a la Pyme, desde el año 2000 se han promovido los fondos de titulización de préstamos de Pyme, en los que el Estado avala los bonos emitidos por dichos fondos siempre que las entidades financieras que ceden sus carteras de préstamos reinviertan al menos el 80 por cien de la liquidez obtenida en nuevos créditos para la Pyme. Desde la constitución de este programa de titulización se han emitido bonos de este tipo por valor de cerca de 47.000 millones de euros; es decir que han otorgado liquidez para la reinversión en nuevos préstamos para Pyme por valor de 37.570 millones de euros. En 2011 el programa del fondo de titulización de Pyme contó con 3.000 millones de euros de aval del Estado, que facilitará la canalización de préstamos a plazos no inferiores a un año por un importe de 3.680 millones de euros en los dos años siguientes.

En suma, el capital riesgo aunque no tiene en España el desarrollo ya cosechado en varios países europeos o en Estados Unidos, está permitiendo

que un amplio colectivo de empresas –Pyme y grandes– que no tienen acceso a los mercados de capitales puedan tener opción a resolver problemas de financiación o liquidez y solucionar conflictos accionariales, de sucesión y de salida del empresarios o de fragmentación empresarial.

Esta tercera parte de la obra se cierra con un sugerente trabajo relativo al papel que la Pyme juega en la exportación titulado «**La Pyme en la exportación de la industria española**», cuya autoría corresponde a los profesores Rafael Myro y Federico Pablo Martí. Profundizan en primer lugar en el conocimiento de nuestro sector exterior, revelando que se ha producido un buen comportamiento comparado en la última década, a pesar de la desfavorable evolución de los precios y tipos de cambio reales españoles. No obstante, las exportaciones españolas se hallan concentradas en un número relativamente pequeño de grandes empresas y para las Pyme sigue siendo un reto pendiente dirigirse a los mercados exteriores. De hecho, cuando se estudia la intensidad exportadora, el 60 por cien de las exportaciones españolas se concentran en un número inferior a 200 empresas. Diferenciando por tamaños, se detecta que el 80 por cien de las empresas de mayor dimensión (más de 200 trabajadores) son en alguna medida exportadoras, mientras que solamente algo más de la mitad de las de menor tamaño (menos de 200 trabajadores) venden al exterior. Recientes estudios muestran que el núcleo del problema de falta de capacidad exportadora de la Pyme se encuentra en el tramo de las empresas de menos de 50 trabajadores.

Este distinto desempeño entre grandes y pequeñas también se manifiesta al estudiar la propensión exportadora, en la que más de la tercera parte de la producción de las grandes empresas se envía al exterior, mientras que es sólo la cuarta parte en el caso de las pequeñas empresas. Además, las empresas pequeñas, exclusivamente de capital español, exportan sensiblemente menos que las que están controladas por capital extranjero, aunque hay excepciones en algunas ramas de actividad, tales como exportaciones de bebidas, metálicas o de otro material de transporte. En cuanto al caso particular de las exportaciones destinadas al exigente



mercado de la Unión Europea, el porcentaje de las exportaciones es similar para grandes y pequeñas empresas, aunque esta participación difiere principalmente en las actividades industriales.

En todo caso, existe un déficit empresarial en la exportación, que requiere un especial apoyo tanto para aumentar la intensidad exportadora como la propensión a exportar, que atañe a las pequeñas empresas pero también a las grandes. No obstante, en determinadas ramas de actividad como es el caso de las pequeñas empresas dedicadas a alimentos, textil, papel y productos minerales no metálicos, aunque la propensión a exportar es baja, la cuota en las exportaciones mundiales es elevada, dado que poseemos un tejido productivo amplio en estas actividades. Sin embargo, la escasa participación de las pequeñas empresas en electrónica refleja el importante déficit tecnológico español. En cuanto a la gran empresa, también existen deficiencias notables que presuponen la necesidad de un mayor desarrollo tecnológico y mejoras de calidad.

Se necesita reforzar aquellos sectores en donde las empresas han mantenido un buen comportamiento exportador y empujar hacia la exportación allí donde existe un importante déficit. Pero los hechos llaman la atención sobre la escasa importancia que en el caso de las pequeñas empresas se da a la acción colectiva referida al apoyo público y de las organizaciones sectoria-

les y al papel que desempeña el agente especializado en la exportación. También se precisa del apoyo de departamentos específicos de marketing exterior, dando a este aspecto más importancia que a la provisión de otros servicios, como por ejemplo el acceso a servicios financieros.

Desde el punto de vista de los costes y productividad, los datos sobre los costes laborales unitarios (cociente entre el salario bruto y la productividad del trabajo) indican que son superiores en las pequeñas empresas, lo que no las favorece frente a las grandes en su competitividad exterior. Las pequeñas empresas tienen una productividad más baja y la diferencia con respecto a las grandes es mayor en los sectores con mejores resultados exportadores, y los salarios vigentes en las Pyme en las ramas de actividad con mejor desempeño exportador se acercan más a los que pagan las grandes. En general, puede afirmarse que las pequeñas empresas han seguido una dinámica de costes menos rigurosa que las grandes en relación a salarios y productividad, lo que no favorece su trayectoria exportadora.

Para la mejora de estrategias en costes y precios lo autores sugieren que algo que probablemente debe reivindicarse es una mayor autonomía en las pequeñas empresas en la fijación de salarios, aprovechando el nuevo espacio que brinda la reforma laboral, con vistas a descolgarse de convenios que se acomoden poco a sus características.



#### **4. DECÁLOGO RESUMIDO SOBRE LA CRISIS Y SU IMPACTO EN LA FINANCIACIÓN DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA**

##### **1. *La «brecha de financiación» de las Pyme ha aumentado notablemente como consecuencia de la crisis actual***

Esta brecha es consecuencia de su dependencia de financiación bancaria y se intensifica por su menor poder de negociación y por las dificultades para emitir valores. Esta situación se ha acentuado por la reducción de la demanda de crédito del sistema ante la caída de la inversión y el consumo y por la mayor restricción en la financiación y su encarecimiento. El comportamiento restrictivo del crédito ha sido más severo en las operaciones de financiación de menor importe, lo que ha repercutido más negativamente en la Pyme que en la gran empresa.

##### **2. *Las dificultades que afrontan las Pyme españolas en el acceso a la financiación y su mayor coste, además de estar entre los principales problemas que padecen, son mayores y más intensos que en la Eurozona***

Las encuestas semestrales del BCE demuestran que las Pyme españolas perciben más dificultades a este respecto que las de la Eurozona y que las grandes empresas españolas.

##### **3. *En el contexto de crisis actual –con grandes incertidumbres todavía– la Pyme afronta un futuro incierto en materia de financiación, que se ahonda ante el impacto negativo derivado de la implantación de Basilea III. Es necesario reaccionar, avanzando por nuevas sendas y buscando alternativas...***

Estas soluciones deberían basarse en las buenas prácticas internacionales sobre financiación de la Pyme, en modelos de colaboración público-privados que impulsen nuevos espacios en los

mercados de capitales y favorezcan la reducción de barreras –reales y culturales– y en la creación de plataformas alternativas de negociación de ámbito europeo. Parece necesario, asimismo, adoptar una normativa (española y comunitaria) a «escala Pyme» y revisar la regulación y principales directivas que afectan a estas empresas.

##### **4. *En estas condiciones de fuerte restricción crediticia para las Pyme es muy probable que se generalice y refuerce el concepto y práctica de la banca relacional, así como el de los servicios financieros orientados en particular a las Pyme («Small and Medium Enterprises –SME– Banking»)***

Estos conceptos valoran positivamente el contacto cercano con los prestatarios (banca relacional) y la oferta de otros servicios y productos que atiendan la demanda de las empresas y les permita mejorar la gestión de su negocio («SME Banking»).

##### **5. *La crisis y recesión de la economía española ha otorgado mayor protagonismo a la actuación pública en el campo de la financiación a la Pyme a través del ICO, que ha puesto en marcha nuevas y más flexibles iniciativas, asumiendo mayor riesgo, aunque ello apenas palia la situación global***

El conjunto de iniciativas llevado a cabo en la Pyme, tanto para aliviar situaciones de tensión de la financiación de la inversión como para la financiación de capital circulante, ha logrado que la demanda de crédito al ICO haya aumentado. No obstante, los resultados de estas líneas son relativos y sólo suplen parcialmente las necesidades financieras de estas empresas, principalmente de las que exhiben mejores riesgos, puesto que a ello induce el modelo de intermediación bancaria.



**6. *La secular y fuerte dependencia bancaria en la financiación de la pequeña y mediana empresa en España es un factor estructural que condiciona enormemente otras alternativas de financiación no bancarias, principalmente el acceso a mercados de capitales. La creación y evolución del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), es una apuesta incipiente pero que va en la buena dirección, y que ha de reforzarse indispensablemente con instrumentos públicos***

La dependencia de la Pyme de la financiación bancaria ha sido posible por la eficiencia del sistema bancario español en el último cuarto de siglo y por la abundancia del crédito. Ahora bien, en el contexto actual de restricción crediticia abrir vías de financiación para la Pyme a través de emisiones de acciones y de empréstitos se convierte en una necesidad.

El desarrollo de esta alternativa financiera precisa de una acción pública decidida, que debería concretarse en incentivos fiscales atractivos y otras fórmulas para quienes inviertan a través de vehículos especializados o directamente en este tipo de compañías, tal como se ha hecho con muy buenos resultados en Gran Bretaña. En otro caso, probablemente tendrá una lenta y débil implantación o quedará como un intento fallido más.

**7. *El capital riesgo, principalmente el «venture capital», no ha sido en España hasta la fecha una alternativa suficientemente eficaz en la financiación de la Pyme, pese al insistente discurso y a los numerosos intentos públicos –nacionales y regionales–***

Las iniciativas privadas, aunque minoritarias, han tenido más éxito en el campo del «private equity» en medianas y grandes empresas, pero apenas en las pequeñas. Esta importante herramienta está amenazada en España si no se incentiva adecuadamente.

**8. *Las garantías de crédito otorgadas por las sociedades de garantía recíproca, una de las políticas emblemáticas de apoyo público a la financiación de las Pyme, pueden ser un instrumento positivo para empresas de frágil estructura financiera, pero tienen todavía una escasa incidencia en el tejido empresarial***

Con la crisis ha aumentado la demanda de avales pero se han reducido las magnitudes de crédito solicitado. Esta fórmula orientada a mejorar el acceso a la financiación ajena mediante la concesión de avales, sigue caracterizándose por su lentitud en el proceso administrativo y heterogeneidad en el funcionamiento.

**9. *De la revisión de la teoría financiera y del análisis de políticas públicas se desprende que los programas públicos orientados a la financiación deben enfocarse a que las empresas eficientes puedan acceder a mayores recursos para mejorar su capacidad innovadora y competitiva, así como que hay que reducir la fragmentación y descoordinación del actual conjunto de instrumentos***

El acceso al crédito para la Pyme innovadora es un verdadero reto para la modernización del tejido productivo español. Por ello, las políticas de apoyo a la financiación de la Pyme deben orientarse a incentivar particularmente las actividades avanzadas y con mercados en expansión y ayudar a las empresas jóvenes a través de mecanismos de mercado.

**10. *En este contexto de restricción crediticia pero contemplando también la tradicional brecha financiera de las Pyme, resultan sugerentes algunas iniciativas institucionales orientadas a: i) complementar su estructura financiera, ii) facilitar su operativa empresarial, iii) fomentar la exportación de las empresas de menos de 50 trabajadores,***





*y iv) incrementar el nivel de conocimiento y cualificación profesional de los gestores financieros de la Pyme, que les permita reorientar sus estrategias de futuro*

Dentro de una perspectiva de cambio de modelo productivo en la economía española, parece apropiado indagar en nuevas iniciativas que se complementan con las necesidades de financiación empresarial, como por ejemplo: la «participación financiera de los empleados en la empresa», la simplificación de la información contable, de los trámites registrales y del uso de formatos simplificados de los estados financieros para las microempresas, o la implantación de procesos y sistemas adaptados a las nuevas tecnologías y la formación permanente.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arce, O. y López, E. (2012): Restricciones en los mercados a la financiación de la pequeña y mediana empresa, ¿existen soluciones?, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Berger, A.N. y Udell, G.F. (1998): The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22.
- Callejón, M. y Segarra, A. (2012): Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la Pyme: Hechos, crítica y propuestas, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Caminal, R. (1995): El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de la pequeña y mediana empresa, *Papeles de Economía Española*, 65, 224-234.
- Carbó Valverde, S. y Rodríguez Fernández, F. (2012): Nuevas perspectivas para el crédito relacional a las Pyme en España, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Cardone-Ripotella, C. y Briozzo, A. (2012): El modelo de garantías de crédito y reafianzamiento: Alcance de su eficiencia y retos, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Carro, D. (2012): La Pyme ante el reto de la cotización en los mercados, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Coluzzi, C., Ferrando, A. y Martínez-Carrascal, C. (2008): Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations, *Documentos de Trabajo*, n.º 0836, Banco de España.
- Crespo Espert, J. L., Abellán Madrid, M.J. y García Tabuenca, A. (2011): Crisis, restricción crediticia y PYME, *Papeles de Economía Española*, 130/2011, pág. 258-273, 2011.
- De Miguel, A. y Pindado, J. (2001): Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data, *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.
- García Tabuenca, A., Crespo Espert, J.L., Pablo Martí, F. y Crecente Romero, F.J. (2010): Empresarios y empresas en España, en la primera década del S. XXI. La mujer en la actividad emprendedora, IAES y Fundación Rafael del Pino, Universidad de Alcalá. En fase de publicación.
- Giralt, A. y González Nieto, J. (2012): Financiación de la Pyme en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del



- MAB, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Gonzalo Angulo, J.A. (2012): Simplificación contable-administrativa en las microentidades: Impacto económico y financiero, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Huerta Arribas, E. y Salas Fumas, V. (2012): La participación financiera de los empleados en la empresa: Una política para la inversión y financiación en capital organizacional, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Maroto Acín, J. A. (2012b): Estructura financiera de la Pyme y su inflexión en la recesión (situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario), en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Maroto Acín, J.A. (1993): La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las PYME, *Economía Industrial*, 291, 89-106.
- Maroto Acín, J. A. (2012a): Las PYME Españolas con forma Societaria 2004/2008 y avance 2009. [https://www.registradores.org/estadisticasm/cpe/monografias/PYME\\_Societarias\\_2004\\_2008\\_y\\_Av\\_2009\\_P.pdf](https://www.registradores.org/estadisticasm/cpe/monografias/PYME_Societarias_2004_2008_y_Av_2009_P.pdf)
- Martí Pellón, J. (2012): El reto de la financiación de la Pyme en los mercados de capitales: Capital riesgo, redes de inversores, fondos de titulización y emisiones de deuda, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Maudos, J. (2012): El acceso de las Pyme al crédito bancario: España en el contexto de la Eurozona, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Myers, S.C. y Majluf, N.S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myro, R. y Pablo Martí, F. (2012): La Pyme en la exportación de la industria española, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Ontiveros, E. y Valero, F. (2012): Entorno económico nacional e internacional y financiación de la PYME en España, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Rahaman, M.M. (2011): Access to financing and firm growth. *Journal of Banking and Finance* 35, 709-723.
- Romagosa Soler, J. (2012): Banca comercial y de empresas, financiación y servicios a la pequeña y mediana empresa, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>
- Salas, V. (1990): Instrumentos financieros en la creación de empresas: análisis desde la economía de los costes de transacción, *Economía Industrial*, 272, 23-38.



- Salas, V. (1996): Factores estructurales de la financiación de las pyme: valoración y recomendaciones, *Revista Asturiana de Economía*, 6, 29-39.
- Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J. F. (2005): Financing preferences of Spanish firms: Evidence on the pecking order theory, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 341-355.
- Stiglitz, J.E. y Weiss, A. (1992): Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macro-Economics, *Oxford Economics Paper*, 44, 694-724.
- Vendrell Vilanova, A. (2007): La Dinámica de la estructura de capital. Evidencia para las empresas industriales españolas, Tesis Doctoral, Universidad de Lleida.
- Villarreal Rodríguez, E. (2012): El ICO y la financiación de las Pyme: Respuestas ante la crisis económica, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo Espert, J.L. y García Tabuenca, A.), Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros, Madrid. <http://www.fef.es/index.php>



# **I. EL MARCO DE LA FINANCIACIÓN Y LA PYME**





# ENTORNO ECONÓMICO NACIONAL E INTERNACIONAL Y FINANCIACIÓN DE LA PYME EN ESPAÑA

**Emilio Ontiveros**  
**Francisco J. Valero**  
**Analistas Financieros Internacionales y UAM**

## RESUMEN EJECUTIVO

El acceso a la financiación por parte de la PYME presenta problemas específicos que, en general, están presentes cualquiera que sea el entorno económico y financiero con el que se enfrenta, aunque su intensidad puede depender de la evolución de éste. Tras analizar brevemente esta problemática, el capítulo se centra en la crisis actual y sus consecuencias para la financiación de la PYME, a un triple nivel: general, europeo y español. Las consecuencias negativas de la crisis para el crecimiento y el empleo de las economías desarrolladas ha fomentado el interés por parte de diversas instancias en la PYME y en su adecuada financiación con objeto de ayudar a potenciar el crecimiento y empleo, especialmente desde la perspectiva de la innovación, una tendencia que debería aprovecharse en particular en España.

## 1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo trata del entorno que rodea a la financiación de la pequeña y mediana empresa (PYME), no sólo desde la perspectiva de la coyuntura económica o financiera vigente en cada momento, sino también incluyendo el entorno institucional, que puede favorecer dicha financiación y ha cobrado una vigencia mayor como consecuencia de la crisis financiera actual.

En efecto, la financiación de la PYME viene siendo objeto de atención desde hace mucho tiempo por diversas instancias, tales como organismos internacionales, autoridades públicas, investigadores académicos, etc., por lo que no podemos reducir su análisis a los últimos tiempos, independientemente de que éstos hayan incrementado la intensidad de esa atención, incluso desde una perspectiva empírica, y hayan surgido encuestas oficiales con objeto de conocer periódicamente el estado de la cuestión.

A su vez, esa atención se deriva, por un lado, de la importancia, cuantitativa y cualitativa, de las PYME en las economías modernas<sup>1</sup>, y, por otro, de la constatación de que su financiación presenta problemas específicos, no siempre fáciles de resolver, pero a los que se pretende dar solución con objeto de aprovechar el potencial de dichas empresas para el crecimiento y el empleo de las economías, especialmente desde el punto de vista de la innovación.

Dicho de otra forma, la crisis ha reducido sensiblemente el crecimiento y, por tanto, también el empleo de buena parte de las economías desarrolladas, entre ellas la española, por lo que cualquier

---

<sup>1</sup> Por ejemplo, en el ámbito de la UE, para el año 2006, las PYME representaban el 99,8% del total de las empresas no financieras, el 57,7% de su valor añadido y el 67,4% de su plantilla. Esas proporciones son algo más elevadas en nuestro país, 99,8%, 67,9% y 78%, respectivamente. Véase Eurostat (2009).



salida de la misma debe pasar por potenciar en lo posible los factores que puedan impulsar su crecimiento. La PYME puede jugar un papel significativo en este objetivo sobre la base de:

- 1) Su mayor capacidad de adaptación a los cambios en el entorno.
- 2) La posibilidad de que pueda instrumentar con rapidez innovaciones que ayuden a fomentar el crecimiento y el empleo de una forma sostenible. En ningún momento se presupone que la PYME sea por sí misma una empresa innovadora. De hecho muchas no lo son, pero, precisamente por la necesidad de crecer y hacerse un lugar estable en el mundo empresarial, es el tipo de empresa que posee mayores incentivos para intentar materializar innovaciones que puedan tener éxito en el mercado.

En este contexto, el capítulo pretende, en primer lugar, ofrecer una visión panorámica de la problemática financiera de la PYME en general y, en segundo, adaptarla a las características peculiares de la crisis actual. En especial a las transformaciones que a lo largo de su vigencia está experimentando la crisis, una sucesión de crisis encadenadas prácticamente sin solución de continuidad, pero que van añadiendo sus negativos efectos a la economía en general y a las PYME en particular.

Como quiera que, dentro de esta obra colectiva en la que se inserta, muchos aspectos de los que trata este capítulo son objeto de mayor concreción en los que le siguen a continuación, pretendemos mantener un alto nivel de generalidad, poniendo el énfasis en los problemas existentes y en sus posibles vías de solución más que en el análisis de los aspectos concretos de unos y otras. Este nivel de generalidad no significa, sin embargo, que pretendamos desarrollar una teoría general sobre la PYME o sobre su financiación, una tarea que exigiría mucho más espacio del que disponemos. Véase, por ejemplo, Berger y Udell (2005).

Por la misma razón, no entramos a distinguir los distintos tipos de PYME, sea por su tamaño, sector de actividad, etc., salvo por las menciones que se efectúan a la PYME innovadora, que entendemos es la que está detrás de muchas de las preocupaciones actuales que muestran sobre este terreno las organizaciones internacionales y las autoridades públicas.

Tampoco vamos entrar en las diversas definiciones de PYME que se pueden manejar, sea a efectos legales o de otro tipo, que no las consideramos especialmente relevantes para las cuestiones a las que se refiere este capítulo. En todo caso, constatamos que no existe una definición generalmente aceptada de la PYME.

## 2. LA PROBLEMÁTICA FINANCIERA DE LA PYME

En ocasiones se suele emplear la expresión «acceso a la financiación» (abreviada en inglés como *A2F*), que no es exclusiva de la PYME, sino que puede aplicarse a la generalidad de los agentes económicos, para reflejar los problemas financieros de aquella. Una expresión similar, que pone más el acento en el problema, es la de «brecha de financiación» (*financing gap* en inglés), en torno a la cual la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) celebró una conferencia mundial en marzo de 2006, antes, por tanto, de la crisis actual, véase OCDE (2006a<sup>2</sup> y 2007). Entre otras instancias, ha sido utilizada también por la Corporación Financiera Internacional, IFC (2010).

En ambos casos la idea subyacente es que existe un problema financiero específico de la PYME, que puede resumirse en el hecho de que muchas de ellas podrían tener una mayor actividad si dispusieran de los recursos financieros necesarios, pero no lo hacen debido a que no pueden obtenerlos en el sistema financiero. Como consecuencia de ello, la economía tiende a generar

---

<sup>2</sup> El resumen ejecutivo de esta publicación puede consultarse en OCDE (2006b).



menos producción y menos empleo y, en algunos casos, también una menor innovación, con todas sus negativas secuelas.

Se trata de un problema estructural, que tiene mucho que ver con las características de este tipo de empresas, sobre el que se han intentado diversas soluciones a lo largo de la historia reciente. El gráfico 1 sintetiza las características que nos parecen más relevantes para entender el problema. Consideramos que este gráfico es suficientemente ilustrativo por sí mismo, por lo que no es necesario explicarlo en detalle. No obstante, conviene precisar dos puntos, que tienen más que ver con el desarrollo del sistema financiero que con la PYME:

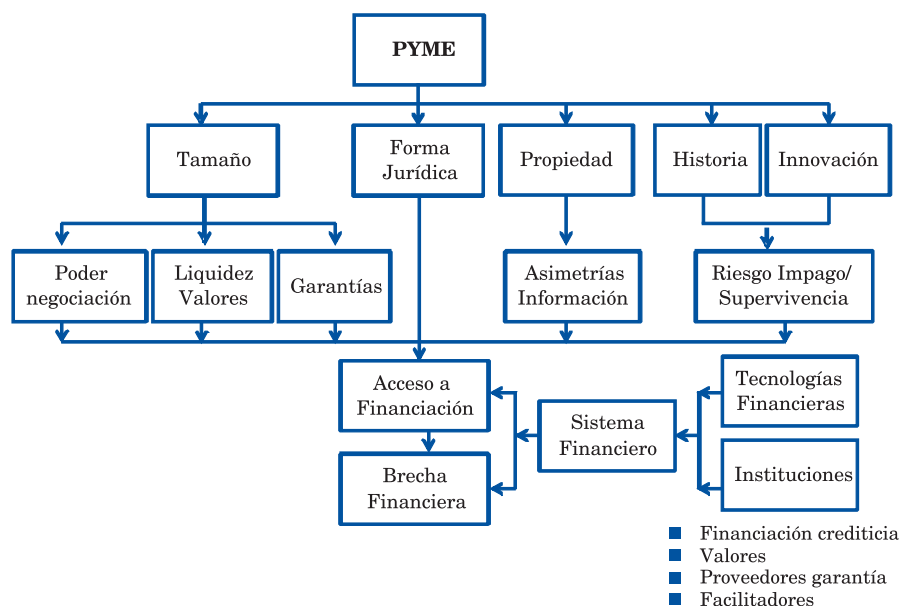
- a) La tecnología financiera, concepto tomado de Berger y Udell (2005), se refiere a cada una de las combinaciones entre los distintos elementos que entran en una determinada forma de proveer de fondos a una empresa, tales como:
- Fuentes de información sobre la empresa
  - Políticas y procedimientos de valoración y selección

- Estructuras contractuales
- Mecanismos y estrategias de seguimiento y control

Así, por ejemplo, una de estas tecnologías sería el leasing, véase Afi (2007).

- b) La inclusión de la figura de los facilitadores entre las instituciones del sistema financiero apunta precisamente a la naturaleza del problema. En efecto, si la PYME tiene un difícil acceso a la financiación, una forma de ayudarla pasa por el desarrollo de mediadores que acerquen la PYME a sus proveedores de financiación, particularmente las entidades de crédito, tal y como se ha hecho en algunos Estados miembros de la Unión Europea (UE), véase el documento COM (2011) 78 que se menciona más adelante. En España existe una figura similar, el *asesor registrado*, respecto al Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB EE), Sánchez de la Peña (2008).

**GRÁFICO 1. EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN POR LA PYME**





En síntesis, las principales características de la PYME recogidas en el gráfico 1 serían las siguientes:

- 1) Su reducido tamaño les proporciona un menor poder de negociación frente a las entidades financieras, por lo que tienden a obtener peores condiciones por los fondos que necesitan. Este factor suele estar acompañado de una menor disponibilidad de garantías que ofrecer a dichas entidades. Este menor poder de negociación también se produce frente a determinados clientes, como grandes empresas y administraciones públicas, a la hora de cobrar sus bienes y servicios en plazos razonables, lo que eleva sus necesidades financieras y agrava el problema de su financiación.
- 2) Esa misma menor dimensión implica que los valores que puedan emitir no se consideren suficientemente líquidos por los mercados, aunque tengan acceso a éstos, haciéndolos menos atractivos para los inversores. A esto se une que, bien sea por la forma jurídica<sup>3</sup> o por las reglas del mercado, algunas PYME tienen vedado el acceso a los mercados de valores.
- 3) En general, es una empresa que tiende a tener menos historia en que apoyarse frente a las entidades financieras y los inversores, pero, sobre todo, empíricamente, es una empresa que tiende a sobrevivir como tal durante menos tiempo, lo que eleva el riesgo potencial que tendrían que soportar dichas entidades e inversores en caso de fracaso de la empresa.
- 4) La propiedad de su capital tiende a ser más cerrada, si no lo es totalmente, por

tratarse, por ejemplo, de una empresa familiar o de un empresario individual, lo que aumenta las asimetrías de información sobre la misma frente a las entidades financieras y los inversores.

Todos estos factores pueden ayudar a explicar que la PYME disponga de un menor acceso a la financiación o, si se prefiere, una mayor brecha financiera, pero no hay que olvidar que la relación de causalidad también puede operar en la dirección contraria. De ahí precisamente la necesidad de que dicha brecha sea lo más reducida posible. Por ejemplo, la supervivencia de la PYME puede depender significativamente de la obtención de suficiente financiación en las condiciones adecuadas. Véase al respecto, para el caso español, López-García y Puente (2006a y b).

A un nivel más general, puede decirse que la intensidad de los problemas financieros a los que pueden enfrentarse las PYME depende de dos grandes variables del entorno:

- 1) El estado de la economía y de las finanzas.
- 2) El desarrollo del sistema financiero, en el doble sentido antes indicado: tecnológico e institucional.

Como muestra de ambos factores, podemos acudir a las publicaciones de la OCDE antes mencionadas, recordando que son anteriores a la crisis, según las cuales, sobre la base de las encuestas efectuadas al efecto:

- 1) En los países de la organización, que a efectos prácticos podemos equiparar a las economías desarrolladas, no se observaba una brecha de financiación generalizada para la PYME en general. Como veremos en el apartado siguiente de este capítulo, resulta cuando menos muy dudoso que esta conclusión sea válida bajo la crisis actual.
- 2) A pesar de ello, con excepción de unos pocos países de la OCDE, sí se manifies-

<sup>3</sup> En España, entre las distintas formas societarias, sólo la sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones pueden emitir valores. Véase la Ley de sociedades de capital, arts. 401, 402 y disp. adicional 1ª.



ta dicha brecha con las PYMES más innovadoras, por ejemplo de sectores tecnológicos, que son aquéllas de la que se espera un mayor potencial de ganancias de competitividad, crecimiento y empleo. Recuérdense que esto sucede en una etapa que podría considerarse de prosperidad, al margen de que en la misma se incubaran buena parte de los elementos que subyacen en la crisis que estamos viviendo.

- 3) En la mayor parte de los países ajenos a la OCDE se observa, sin embargo, una amplia escasez de financiación para la PYME<sup>4</sup>, un tema del que no nos ocupamos aquí, pero que hay que considerar muy importante, sobre todo ante la creciente relevancia económica que a un nivel mundial están cobrando los países en desarrollo y, entre ellos, los denominados países emergentes, en los que actualmente descansa buena parte del crecimiento de la economía.

En general, como pone de manifiesto el escaso desarrollo de los mercados de valores expresamente configurados para PYME, mercados alternativos, segundos mercados, etc., en muchos países, entre ellos España, la brecha financiera de este tipo de empresas tiende a ser más explícita en los mercados de valores que en el sistema bancario. Esto quiere decir, entre otras cosas, que:

- 1) Los efectos de la brecha financiera en cada uno de los países dependerán del peso relativo de cada una de las grandes vías de financiación de la economía: el sistema bancario y los mercados de valores.
- 2) El hecho de que estos mercados hayan alcanzado un menor grado de desarrollo, cualitativo y cuantitativo, en algunos países, sugiere que una de las vías para cerrar la mencionada brecha pasa por estimular dicho desarrollo, lo que, en general, exigirá una actuación coordinada por los sectores público y privado.

En España el mayor peso del sistema financiero sobre la economía en su historia reciente se debe, sobre todo, al desarrollo de los mercados de valores, véase Ontiveros y Valero (2004), lo que ha posibilitado vías alternativas de financiación para la PYME a las puramente bancarias. Sin embargo, la utilización de éstas por las empresas españolas está sensiblemente por debajo de la que se observa en otros países de nuestro entorno. Puede consultarse a este respecto CNMV (2011), que analiza la financiación empresarial en España desde la década de 1990, dedicando una especial atención a la PYME. La realidad es que la economía española sigue siendo una de las más «bancarizadas» de la OCDE.

### 3. LA CRISIS ACTUAL

La crisis que emergió en el verano de 2007 tiene en el momento presente muchas facetas resultantes de las distintas fases que ha ido atravesando. Todas ellas tienen, de uno u otro modo, repercusiones en la financiación de la PYME, tal y como se intenta reflejar en el gráfico 2. Éste no pretende exhibir todos los aspectos posibles de la crisis, sino recoger aquellas influencias, que en muchos casos se realimentan entre sí, más relevantes para explicar las dificultades financieras que, como consecuencia de la crisis, presentan todos los

---

<sup>4</sup> Los estudios de la OCDE asocian este hecho a la mayor «informalidad» de la economía de muchos países emergentes, que podría explicarse por factores como los siguientes, que pueden tener influencia también en los países más desarrollados:

- 1) Falta de interés por parte de las entidades financieras en las PYME, lo que desincentiva a éstas a operar de una forma transparente, elevando sus asimetrías de información.
- 2) Los propios empresarios huyen de la economía formal con objeto de eludir regulaciones o impuestos.
- 3) Falta de capacidad por parte de las administraciones públicas para exigir el cumplimiento efectivo de la regulación.

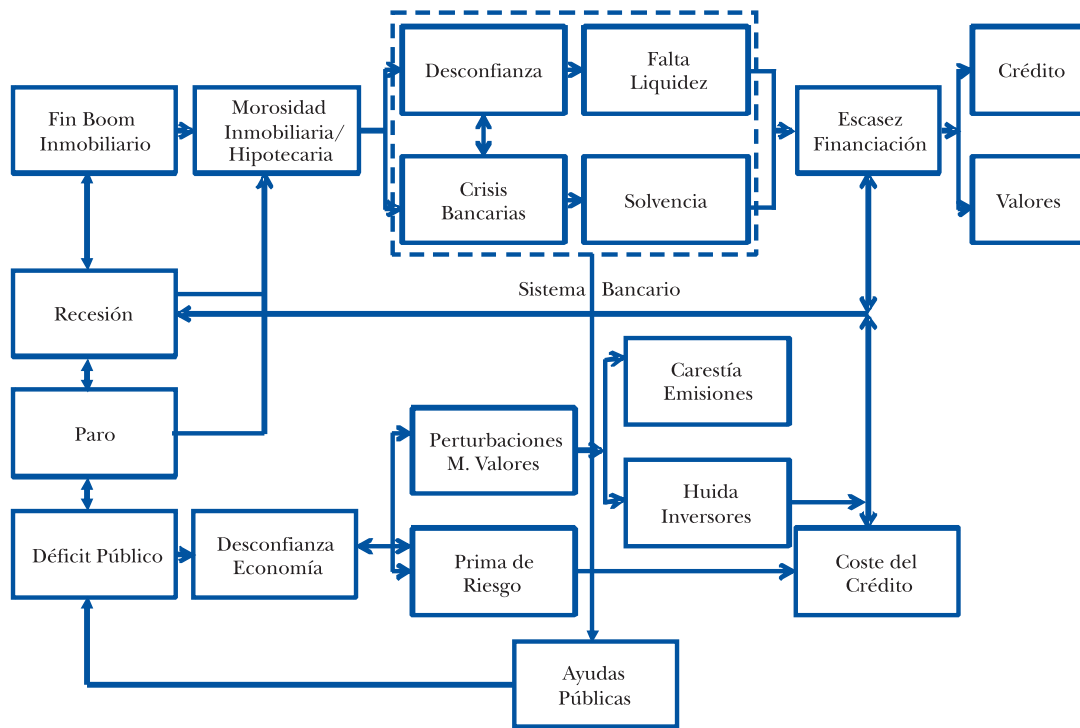


agentes económicos en general, y en particular las empresas, no sólo la PYME.

Por otro lado, no cabe duda que, dada la ya apuntada relevancia de la PYME en las economías actuales, éstas pueden y deben jugar un papel importante en la salida a la crisis, que necesariamente debe pasar con un mayor crecimiento económico sobre bases más sostenibles. Aunque se

refiere nominalmente a países en desarrollo, pero con aplicación también a los países desarrollados, una manifestación de esta realidad a un nivel mundial puede verse en el informe elaborado por uno de los grupos de expertos<sup>5</sup> relacionados con el G-20 para su cumbre de Seúl, en noviembre de 2010. Dicho grupo se había constituido en una cumbre anterior, la de Pittsburg, en septiembre de 2009.

**GRÁFICO 2. LA CRISIS ACTUAL Y LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA 2007**



Hay que tener en cuenta que los objetivos básicos de dicho grupo son los dos siguientes, que tienen una validez universal:

- 1) Compilación y, sobre todo, fortalecimiento de las mejores prácticas en la financia-

ción de PYME, objeto del informe mencionado<sup>6</sup>.

- 2) Encontrar los mejores modelos de colaboración en el ámbito mundial entre los sectores público y privado para fomentar

<sup>5</sup> *Financial Inclusion Experts Group. SME Finance Sub-Group*, copresidido por Alemania y Sudáfrica, con el apoyo de la IFC.

<sup>6</sup> Para ello se analizaron 164 casos de intervenciones en la financiación de PYME procedentes de todo el mundo, en su mayor parte países en desarrollo.



la financiación de la PYME, objeto de la denominada *SME Finance Challenge*<sup>7</sup>.

En conexión con esta iniciativa asociada al G-20, otras organizaciones internacionales han analizado también dentro del período de crisis la problemática financiera de la PYME, como es el caso de la OCDE (2009) e IFC (2009). En un plano más general, la CE ha reforzado y revisado en este periodo su política favorable a la PYME y, en particular, a su adecuada financiación<sup>8</sup>, a través de la denominada *Acta de la Pequeña Empresa* (Small Business Act), uno de cuyos puntos clave es, precisamente, facilitar el acceso de las PYME a la financiación, así como desarrollar un marco jurídico y empresarial que propicie la puntualidad de los pagos en las transacciones comerciales. Véase COM(2008) 394<sup>9</sup> y COM(2011) 78<sup>10</sup>.

Por tanto, la crisis actual se une a la problemática estructural que hemos visto en el apartado anterior para hacer aún más relevante que antes, si cabe, el acceso a la financiación de la PYME. No puede considerarse casual que sea precisamente en esta época, cuando todavía no se vislumbra la salida a la crisis, que hayan aparecido iniciativas para seguir la evolución del problema de forma recurrente:

- 1) En el ámbito europeo, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación por parte de la PYME en el área euro que viene publicando el Banco Central Euro-

peo (BCE) desde septiembre de 2009 en colaboración con la Comisión Europea (CE), de la que ya ha habido varias ediciones<sup>11</sup>.

En este ámbito se registra una división del trabajo entre la CE y el BCE. Frente a la orientación cortoplacista y limitada al área euro de éste, aquélla se encarga de un informe que inicialmente, dentro del *Eurobarómetro*, se prevé publicar cada dos años para el conjunto de la UE e, incluso, otros países estrechamente asociados a la misma<sup>12</sup>.

Sobre los obstáculos para la financiación de las PYME del área euro que se desprenden de estas encuestas en esta crisis puede consultarse BCE (2011).

- 2) En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el 26-5-2011 por primera vez una encuesta sobre acceso a financiación de las empresas<sup>13</sup>, que, en realidad, se refiere a las PYME y forma parte de un proyecto más amplio en el que participan 20 países de la UE<sup>14</sup>. Las características de las empresas<sup>15</sup>, su número (3.001) y el ámbito temporal

<sup>7</sup> Puede verse su web, disponible en español: <http://www.changemakers.com/es/pymes/winners#tab-section>.

<sup>8</sup> Véase COM(2006) 349: *Aplicación del programa comunitario sobre la Estrategia de Lisboa: Financiar el crecimiento de las PYME – añadir valor europeo*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

<sup>9</sup> «Pensar primero a pequeña escala». «Small Business Act» para Europa: iniciativa en favor de las pequeñas empresas. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

<sup>10</sup> *Revisión de la «Small Business Act» para Europa*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

<sup>11</sup> Todas ellas pueden verse en: <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

<sup>12</sup> No obstante, la CE ya había publicado previamente encuestas similares en 2005 (para la entonces UE-15) y 2006 (para los 10 nuevos Estados miembros que se adhirió a la misma el 1-5-2004). Todo ello puede verse en:

[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index_en.htm).

<sup>13</sup> Disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t37/p231&file=inebase&L=0>.

<sup>14</sup> Aunque no abarque a todos sus países, dichas encuestas se efectúan dentro del marco de la UE, ya que es consecuencia del Reglamento (CE) n° 97/2009 de la Comisión, de 2 de febrero de 2009, por el que se aplica el Reglamento (CE) n° 295/2008, relativo a las estadísticas estructurales de las empresas, en lo referente al uso del módulo flexible.

<sup>15</sup> Las empresas participantes son no financieras y no filiales de otras empresas, de la industria, la construcción y los servicios que cumplan estas tres condiciones:

- a) Entre 10 y 249 empleados en 2005.
- b) Con actividad en 2008.
- c) Con un mínimo de 10 empleados en 2010.



(2010 sobre 2007, pero también las perspectivas para el período 2011-2013) de esta encuesta la hacen especialmente relevante para estudiar los efectos de la crisis en el tema que nos ocupa.

Además de analizar el sector de actividad, las empresas encuestadas se dividen en tres grupos, de los que no hacemos uso en el resto del capítulo:

- a) Empresas de alto crecimiento, excepto «gacelas» (con un promedio anual superior al 20% entre los años 2005 y 2008).
- b) *Gacelas*, empresas de alto crecimiento con antigüedad al final del período de observación del crecimiento, por lo que fueron creadas en 2003 o 2004.
- c) Resto de empresas.

Estas encuestas complementan a las que ya venían realizándose desde enero de 2003 sobre préstamos bancarios en el seno del Eurosistema<sup>16</sup> y, dentro de éste, por el Banco de España<sup>17</sup> para nuestro país, con objeto de conocer trimestralmente las condiciones de oferta y demanda del mercado de créditos. En estas encuestas se incluyen, como categoría diferenciada de prestatarios, las PYME.

En definitiva, actualmente nos encontramos con una amplia gama de fuentes para seguir, a nivel internacional y nacional, el acceso a la financiación por parte de las PYME. En todos estos esfuerzos subyace la idea de que para resolver un problema del tipo indicado hay que medir su intensidad y conocer su evolución a lo largo del tiempo.

No es objeto de este capítulo analizar la evidencia que se deriva sobre este tema de las fuentes

anteriores, pero, dado que se refiere a nuestro país y, además, abarca buena parte del período que llevamos de crisis, utilizaremos la encuesta del INE para ilustrar algunas de las tendencias que se observan en las PYME españolas.

Dentro de este contexto, resulta necesario analizar las características más relevantes de la crisis actual, ya sea de forma panorámica, con objeto de deducir consecuencias de la misma para la financiación de la PYME, que es el objeto de los epígrafes siguientes. En Europa y en nuestro país estas características pueden adoptar rasgos específicos que también condicionan dicha financiación en uno y otro ámbito, motivo por el cual los analizamos en sus propios epígrafes.

### 3.1. SINGULARIDAD DE LA CRISIS

La crisis que emerge en el verano de 2007 tiene varios elementos que la hacen sensiblemente diferente de otras ocurridas con anterioridad<sup>18</sup>, tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo:

- 1) Se origina en el núcleo del mundo desarrollado, Estados Unidos, y pronto se extiende al resto de dicho mundo, especialmente en Europa, áreas en las que sigue exhibiendo en estos momentos su mayor intensidad, aunque por razones diferentes de las que originaron la crisis.
- 2) Exhibe elementos financieros y de economía real que se han reforzado mutuamente agravando la duración e intensidad de la crisis y dificultando sus vías de salida. Entre los elementos de economía real afectados, destacamos:
  - a) El crecimiento económico, en general muy reducido en los países desarrollados.

<sup>16</sup> Disponibles en: <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

<sup>17</sup> Disponibles en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>.

<sup>18</sup> Para el análisis histórico de las crisis financieras, dos obras recientes que pueden consultarse son Reinhart y Rogoff (2011) y Marichal (2010).



- b) El empleo, con una elevación significativa de las cifras de paro.
  - c) En algunos países, como España, la crisis de un sector como el inmobiliario con los consiguientes efectos negativos en otros sectores de la economía real y en el empleo, además del incremento de la morosidad de empresas y personas físicas frente a sus acreedores, dentro o fuera del sistema financiero.
- 3) Desde el punto de vista de las entidades bancarias, incorpora problemas tanto de liquidez como de solvencia, lo que ha repercutido en una menor disponibilidad del crédito para el conjunto de la economía, así como en el encarecimiento del mismo. Además, algunas de estas entidades han entrado en crisis e, incluso, han llegado a desaparecer, al menos como entidades independientes.
- 4) En general, los problemas registrados en el sistema financiero han requerido importantes ayudas públicas al mismo, lo que, junto a otros efectos de la crisis en la economía real, ha tendido a elevar significativamente el volumen de los déficit públicos.
- 5) En el caso europeo, más concretamente en el área euro, como consecuencia de lo anterior, se ha puesto en duda la capacidad de pago de la deuda pública de algunos de sus países, hasta tal punto de que tres de ellos han tenido que ser rescatados con ayuda de otros países de la UE y del FMI. En otros, como es el caso de España, sus deudas públicas han sufrido en algunos momentos de forma intensa la desconfianza de los inversores, con el consiguiente ascenso de sus rendimientos.
- 6) La necesidad de controlar los elevados déficit públicos, para no perder la con-

fianza de los inversores, contrasta fuertemente con la de fomentar el crecimiento económico y el empleo, una de las vías que podría contribuir a reducir dichos déficit. Esta importante dicotomía, que no es nueva, es uno de los elementos de discusión más relevantes en diversas instancias sobre la política económica que se ha de seguir para salir de la crisis.

- 7) En determinados momentos, como consecuencia de los elementos anteriores, se ha incrementado notablemente la volatilidad en los mercados de valores, lo que ha dificultado la captación de nueva financiación, no sólo por la evolución de su precio, sino también por la mayor aversión al riesgo de los inversores.

Desde el punto de vista de la PYME, todo ello puede resumirse en una menor oferta de fondos disponibles para su financiación, sea de origen bancario o de los mercados de valores. Y, en todo caso, en un endurecimiento de sus condiciones, en términos del coste y del plazo, lo que ha dificultado no sólo su rentabilidad, sino también, en algunos casos, su supervivencia en un entorno tan difícil. No es extraño, pues, que se haya producido el cierre de un número significativo de PYME como consecuencia de la crisis, al tiempo que se ha ralentizado la natalidad empresarial.

### **3.2. LA CRISIS EUROPEA**

Una de las mutaciones más relevantes de la crisis actual es que, teniendo su origen en Estados Unidos, donde sigue teniendo efectos sobre su economía, sus más severas consecuencias se hacen sentir en estos momentos en Europa y sus mercados financieros. Hasta el punto de que se cuestiona la propia unión monetaria y en particular la capacidad de coordinación política necesaria para superar la crisis y la necesidad de avanzar en una mayor integración fiscal.

En efecto, la crisis y, en particular los rescates sucesivos de tres países del área euro, Grecia,



Irlanda y Portugal, han puesto de manifiesto con toda su crudeza ese «pecado original» de la unión económica y monetaria (UEM) europea, cual es la incoherencia entre:

- 1) Una política monetaria única que efectivamente se maneja de forma unitaria a través del Eurosistema y de su cabeza el BCE, y
- 2) Una política económica que se dejó desde un principio, y sigue estando, en manos nacionales, aunque con:
  - a) mecanismos de coordinación entre los Estados miembros a la hora de elaborar sus políticas económicas,
  - b) ciertas reglas para limitar los déficit públicos y prohibir actuaciones particulares por parte de algún Estado miembro que pudieran implicar una menor credibilidad de la moneda única.

Precisamente, con objeto de intentar controlar en lo posible los efectos de esta incongruencia, en particular reforzando el control de los déficit públicos a iniciativa alemana, se aprobó en 1997 el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuyos primeros incumplimientos afectaron a grandes países, como Alemania y Francia, por lo que, hasta ahora, no ha tenido especial eficacia para respaldar la credibilidad de la UEM.

Dicho de otra forma, como consecuencia de la crisis actual, previamente a los rescates antes mencionados, se había detectado un serio problema de gobernanza económica en el seno de la UE, véase COM(2010)<sup>19</sup> 250 y COM(2010) 367<sup>20</sup>,

<sup>19</sup> *Reforzar la coordinación de las políticas económicas.* Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

<sup>20</sup> *Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo –Instrumentos*

y, en especial, en el área euro, al que se ha intentado dar solución mediante un paquete legislativo presentado por la CE el 29/9/2010, que, en estos momentos, está en acción. Dicho paquete legislativo, en esencia pretende:

- 1) Fortalecer el PEC con una toma de decisiones fiscales prudente.
- 2) Prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en general, no sólo los fiscales.
- 3) Establecer marcos presupuestarios nacionales de calidad.

Con ser necesaria esta mejora de la gobernanza económica en la UE, actualmente ha sido sobrepasada por la ausencia de mecanismos eficaces de rescate para los países que puedan entrar en crisis, que, como hemos señalado, se apoyan en la ayuda de la UE y de otros Estados miembros, e incluso del FMI, organización que dispone de recursos y experiencia para ello, buena parte de cuyo capital es aportado por países europeos.

En primer lugar, en contraste con lo que ocurre con países de estructura política muy descentralizada, como Estados Unidos, donde el presupuesto federal está en torno al 25% del PIB, el correspondiente a la UE, como centro de una hipotética federación de los países que la forman, es muy pequeño, poco más del 1% del PIB total de dichos países, frente a una media del 44% en éstos. En 2011 fue de 140.000 millones €, frente a un presupuesto agregado de los Estados miembros de 6.300 billones €, poco más del 2% de éste. Además, su aprobación no sigue un proceso sencillo, ya que deben aceptarlo tanto el Parlamento como el Consejo de la UE, es decir el conjunto de sus Estados miembros.

*para una mejor gobernanza económica de la UE.* Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.





Por tanto, difícilmente el rescate de algún país de la UE puede venir de las instituciones de ésta, por lo que la solución debe proceder en su gran parte de los restantes países y/o el FMI, con la consiguiente dificultad de negociar los correspondientes acuerdos y subsiguientemente aprobarlos, que en muchos casos exige la ratificación por los respectivos parlamentos.

Esta experiencia se vivió con el 1er rescate de Grecia, cuando se aprobó un paquete por un importe total de 750.000 millones €, el 50% aportado por el FMI, mientras que el resto procede:

- 1) 440.000 millones € de una Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF por sus siglas en inglés), dotada por los restantes países del área euro por un periodo de 3 años.
- 2) 60.000 millones € de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM), gestionado por la CE con cargo al presupuesto de la UE.

La insuficiencia del primer rescate de Grecia, la necesidad de rescatar otros países y las dudas de los mercados sobre la situación de algunos de los países más grandes de la UE, como Italia y España, llevaron a reformular el esquema anterior dotándole de permanencia y mayores posibilidades a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM)<sup>21</sup>, que entraría en vigor a la caducidad del anterior, a mediados de 2013. En todo caso, sigue siendo un instrumento intergubernamental, por lo que no resuelve el problema que plantea su aprobación por todos los países en un plazo razonable, tanto en su puesta en marcha, que en estos momentos todavía no se ha producido, como en su aplicación en cada momento.

---

<sup>21</sup> Que se apoya en una pequeña modificación del Tratado de Funcionamiento de la UE, añadiendo el art. 136.3, actualmente pendiente de ratificación por el conjunto de los Estados miembros.

En relación con estos mecanismos, se viene planteando en los últimos tiempos la cuestión de los denominados «eurobonos», expresión que en este contexto posee un significado diferente al que tradicionalmente ha tenido en la historia de los mercados financieros internacionales. Se trata de deuda pública emitida y respaldada por el conjunto del área euro, bien directamente o a través del ESM, lo que implicaría una estrecha unión económica entre los países que la forman, especialmente desde una perspectiva fiscal.

Sin embargo, en la medida en que este tipo de bonos implica una transferencia en el coste y la seguridad de la deuda pública de los países más estables a los que lo son menos, ha levantado muchas reticencias en los primeros. A pesar de ello, no puede descartarse que a medio y largo plazo terminen imponiéndose en el ámbito europeo.

En definitiva, la UE y, en concreto, el área euro no sólo tienen serias deficiencias en su sistema de gobernanza económica, sino que, además, carecen de mecanismos eficaces para resolver la crisis de alguno de sus Estados miembros, lo que en algunos momentos ha provocado la desconfianza de los inversores en su estabilidad, que se ha reflejado en bajadas significativas en los precios de sus valores, tanto de renta fija como de renta variable.

Todo ello hace más difícil y más cara la captación de financiación por parte de la generalidad de los agentes económicos de un país muy directamente afectado por la crisis, como es el caso de España. Especialmente grave es en aquellos casos que, como sucede con la PYME, presentan dificultades para el acceso a la misma incluso en épocas más tranquilas, como hemos visto anteriormente.

Por tanto, desde la perspectiva de este trabajo, conseguir una cierta estabilidad por parte de los mercados debe considerarse una prioridad para el conjunto de las empresas y, en particular, la PYME, teniendo en cuenta que dicha estabilidad no puede basarse sólo en iniciativas nacionales, sino que exige una actuación coordinada de los Estados miembros. Ésta, como acabamos de



ver, no es fácil, sobre todo en términos de la rapidez y eficacia en la aplicación de las soluciones que en cada caso procedan.

### 3.3. LA CRISIS EN ESPAÑA

La crisis en España ha tenido, y tiene, rasgos singulares que afectan a la financiación de la PYME, que, como hemos señalado anteriormente, posee aún más relevancia en la economía de nuestro país que para el conjunto de la UE.

Como principales rasgos de la crisis en nuestro país desde la perspectiva que nos ocupa, teniendo en cuenta el mayor peso del sistema bancario en la financiación de la empresa española y, en particular, de la PYME, podemos señalar los siguientes:

- 1) Aunque, en un principio, la crisis del sistema bancario español se calificó como de liquidez y no de solvencia, ésta última ha ido cobrando progresivamente mayor protagonismo, debido al desplome del mercado inmobiliario, que ya veía desacelerándose desde antes de la crisis. Esto ha generado una fuerte contracción del crecimiento, un intenso incremento del paro y un sensible aumento de la morosidad bancaria, tanto por parte de las empresas como por las personas físicas.

La morosidad no sólo ha afectado a la rentabilidad de las entidades de crédito, a través de las necesidades de dotar mayores provisiones, sino también a la solvencia, puesto que ha reducido el potencial de autofinanciación de las mismas a través de las reservas y, en casos especialmente intensos, ha terminado provocando la crisis de las entidades afectadas, como las tres cajas de ahorros que han sido objeto de intervención.

- 2) El sistema bancario español ha puesto de manifiesto como consecuencia de la crisis una elevada sobrecapacidad, más que en el número de entidades, en su red de ofi-

cinas y su plantilla, lo que ha exigido, y está requiriendo, su profunda reestructuración para adaptarse a las nuevas circunstancias tanto de demanda como de rentabilidad.

- 3) Como consecuencia de los factores anteriores, el sistema bancario español ha mostrado una elevada necesidad de fortalecer sus recursos propios en su conjunto, aunque con muchas diferencias entre las distintas entidades.

El fortalecimiento de los recursos propios se ha producido por una mayor captación de los mismos de los sectores público y privado de la economía, pero también ha conllevado por parte de las entidades estrategias de menor crecimiento y/o de orientación de sus actividades hacia operaciones menos consumidoras de recursos propios, lo que ha tenido efectos depresivos sobre la oferta de créditos.

- 4) La financiación de la economía española y, en particular, del boom inmobiliario antes de la crisis, ha procedido en buena parte del exterior, por lo que el conjunto de ella, y dentro de éste las entidades bancarias, se encuentran actualmente sensiblemente sobre-endeudados.

Esta circunstancia aumenta el riesgo de los proveedores de dicha financiación y disminuye su predisposición a seguir aportándola. La corrección de esta situación, el desapalancamiento, un proceso que llevará su tiempo en el inmediato futuro, sesga a la baja tanto el crecimiento de la economía como del crédito.

- 5) Al margen de los anteriores factores, uno de los rasgos específicos de nuestro país es que la crisis ha afectado en mayor medida al sector de entidades, las cajas de ahorros, que venían ofreciendo más financiación a las PYME, en buena medida por su mayor vinculación al territorio tradicional de actuación.



Dicho sector se ha visto sometido a la mayor transformación de su más que centenaria historia, hasta el punto de que sus entidades ahora son, o van camino de ser, en su práctica totalidad, bancos, independientemente de que el control mayoritario de los mismos se mantenga por cajas de ahorros. Dicha transformación puede seguirse en Afi (2011) y en las sucesivas notas que sobre la reestructuración del sistema bancario, y en particular de las cajas de ahorros, ha ido emitiendo el Banco de España<sup>22</sup>.

El hecho de que sea el sector de cajas de ahorros el más afectado por la crisis dentro del sistema bancario español tiene varias explicaciones cuyos efectos se acumulan entre sí:

- a) Son las entidades que, en conjunto, se expusieron más al sector inmobiliario y, por tanto, han sufrido con mayor intensidad la brusca desaceleración de éste.
- b) Son también las entidades que, previamente a la crisis, más habían apostado por unas estrategias de expansión en sus redes de oficinas y plantillas, en buena parte fuera de sus territorios tradicionales de actuación, lo que hace más difícil rentabilizar dicha expansión.
- c) Al ser entidades que carecen de propietarios no pueden acudir, como los bancos, a las ampliaciones de capital, teniendo en cuenta que la fórmula que se les había dado para resolver este problema, las cuotas participativas, no ha funcionado en la práctica. Como, al mismo tiempo, la nueva regulación internacional sobre la sol-

vencia de las entidades de crédito, el proceso denominado Basilea III, véase Martín y Valero (2011), va a exigir a dichas entidades más recursos propios y de mejor calidad, desde la perspectiva de su capacidad de absorber las pérdidas, las cajas se encontraban en este terreno con una importante desventaja.

Todos estos factores explican que el acceso a la financiación por parte de la PYME española se haya dificultado de forma significativa con motivo de la crisis actual. Como hemos señalado previamente, la nueva encuesta del INE en este ámbito da buena prueba de ello. Sin pretender un análisis exhaustivo de la misma, los cuadros siguientes muestran claramente los principales términos del problema.

El cuadro 1, mientras sólo registra un ligero aumento de las empresas con necesidades de financiación, muestra grandes variaciones en el éxito de su captación. Así, por ejemplo, el número de empresas que no obtienen préstamos financieros aumenta en 15,4 puntos porcentuales entre 2007 y 2010, mientras que las que consiguen un éxito total disminuyen en 29,7 p.p. Incluso, con el capital la evolución es peor, 33,1 y 54,5 p.p., respectivamente.

Las razones que impidieron o dificultaron la obtención de préstamos financieros se recogen en el cuadro 2. En general, se observa que estas razones tienen una intensidad muy similar antes y después de la crisis, siendo la variación más relevante la elevada reducción, 11,1 p.p., de la que hace referencia a la falta de capital propio, que, alegada por las entidades o personas financiadoras, pone de manifiesto que la PYME ha hecho un sensible esfuerzo para capitalizarse como una de sus respuestas al entorno financiero menos favorable con que se enfrentan.

Por último, en conexión con lo que acabamos de exponer, el cuadro 3 resulta a nuestro juicio muy significativo, en la medida en que, aunque muestra una fuerte dependencia por la PYME española de los préstamos de las entidades de

<sup>22</sup> Disponibles en: [http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info\\_interes/reestructuracion.html](http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/reestructuracion.html).



crédito, que apenas varía con ocasión de la crisis, pone claramente de manifiesto que, como respuesta a la misma, dicha PYME ha buscado una sensible diversificación de fuentes financieras.

Esto último tiene importantes implicaciones no sólo para las estrategias de las PYME, sino también para la política pública en relación con las fuentes de financiación de las mismas. En efecto,

se trata, sobre todo, de que estas empresas dispongan de la más amplia diversidad de alternativas posibles para atender sus necesidades financieras, en condiciones suficientemente aceptables, aunque la mayoría de ellas no sean utilizadas de forma muy intensa, porque, a fin de cuentas, la PYME necesita una gran flexibilidad, también en la captación de los fondos que requiere.

**CUADRO 1. INDICADORES DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN POR LAS PYMES ESPAÑOLAS**  
(% número de empresas)

	NECESIDAD DE FINANCIACIÓN		GRADO DE ÉXITO					
	2010	2007	2010			2007		
			TOTAL	PARCIAL**	FALLIDO	TOTAL	PARCIAL**	FALLIDO
<b>PRESTAMOS FINANCIEROS</b>	38,0	36,3	50,6	24,2	25,2	80,3	10,0	9,8
<b>CAPITAL</b>	5,9	4,4	32,6	15,7	51,7	70,2	11,2	18,6
<b>OTRAS FUENTES*</b>	32,8	30,6	62,7	20,1	17,2	81,2	12,9	5,9

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

\* Descubiertos en cuenta, líneas de crédito, leasing y créditos de proveedores.

\*\* No se obtiene toda la financiación solicitada o no se hace en las condiciones deseadas.

**CUADRO 2. MOTIVOS QUE IMPIDIERON O DIFICULTARON LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS FINANCIEROS A LAS PYMES ESPAÑOLAS**  
(% número de empresas)

	2010	2007
<b>DE LOS BANCOS Y OTRAS FUENTES FINANCIERAS</b>		
Garantías o avales insuficientes	38,6	31,2
Baja solvencia financiera	36,9	39,5
Demasiada deuda viva	35,5	32,6
Falta de capital propio	12,2	23,3
Proyectos arriesgados o de éxito dudoso	8,8	6,0
Otras razones	12,9	15,2
No se alegó ninguna razón	35,5	32,6
<b>DE LAS PROPIAS EMPRESAS</b>		
Altos tipos de interés	33,7	36,8
Otras condiciones no aceptables	26,3	26,6
Otras razones	7,7	7,4

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

**CUADRO 3. PROCEDENCIA DE LOS PRÉSTAMOS FINANCIEROS A LAS PYMES ESPAÑOLAS  
(% número de empresas)**

	2010	2007
Entidades de crédito	96,8	96,0
Propietarios y directivos de la empresa	21,6	13,6
Otras empresas	12,4	6,8
Otros empleados de la empresa	9,4	4,7
Familiares, amigos y otras personas ajenas a la empresa	9,1	5,1
Otras fuentes	6,4	5,6

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

#### 4. CONCLUSIONES

La principal conclusión de este capítulo es que el entorno financiero de la PYME ha empeorado de forma significativa con la crisis actual, como también ha ocurrido con otros tipos de agentes económicos. Pero, siendo esto cierto, también es verdad que las debilidades que a este respecto muestra este tipo de empresa son estructurales en el sentido de que se observan también en coyunturas económicas o financieras más favorables.

Sin embargo, la crisis actual, que no sólo es financiera, sino también económica, está reclamando la necesidad de incentivar el crecimiento económico y el empleo por todas las vías posibles. Entre ellas la PYME y su acceso a la financiación han cobrado un especial protagonismo, que ya existía antes de la crisis, pero que, al igual que otras propuestas de solución para la misma, se ha globalizado y recibe una atención cada vez más universal.

Sobre esta base, teniendo en cuenta la elevada relevancia de la PYME en el conjunto de las economías, las autoridades públicas deberían desarrollar al máximo las alternativas de financiación con que cuenta este tipo de empresa. No se trataría tanto de sustituir la que a todas luces es su principal fuente, la financiación bancaria, sino de ampliar sus posibilidades, especialmente en circunstancias difíciles, como las actuales.

Tal y como sugieren diferentes organizaciones internacionales, este esfuerzo debería apoyarse en buena medida en el aprovechamiento de las mejores prácticas que se han observado en otros

países en este terreno. En el caso de España, y del resto de los países de la UE, sería recomendable un esfuerzo efectivo coordinado a un nivel europeo con objeto de aprovechar al máximo las posibles economías de escala.

En todo caso, siempre queda algún papel para la acción nacional, precisamente si se pretenden aprovechar soluciones contrastadas en otros países sí, en el caso español, las iniciativas europeas no avanzan con suficiente rapidez. El elevado nivel de paro que se registra en España, como consecuencia directa de la crisis, aconseja disponer de todas las palancas posibles para estimular el crecimiento económico, incluso aunque el efecto esperado de las mismas no sea siempre especialmente significativo.

Un ejemplo de lo que acabamos de decir son los denominados *business angels*, que se refiere a las personas físicas que financian parcialmente empresas emprendedoras, e incluso la ayudan con su experiencia empresarial o profesional, si es el caso. Esta figura no está expresamente reconocida como tal en España, aunque desde 2010 el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio viene convocando ayudas para el impulso de las redes de *business angels*<sup>23</sup>.

<sup>23</sup> Orden ITC/860/2010, de 29 de marzo, por la que se establecen las bases reguladoras, el régimen de ayudas y la gestión de medidas del programa de impulso a las redes de «Business Angels». Una situación muy similar se da con la figura del emprendedor, con la cual están estrechamente relacionados, donde en este caso las ayudas se destinan a la promoción de centros de apoyo a los emprendedores.



Recientemente esta figura ha sido objeto en España de ayuda mediante estímulos fiscales<sup>24</sup>, aunque no se emplea expresamente dicha denominación. En todo caso, no se trata de ayudas directas porque dichos estímulos afectarían a las posibles plusvalías que puedan obtenerse a partir de los 3 años de permanencia en el capital, con un máximo de 10.

En nuestra opinión, diversificar fuentes de financiación se constituye, por tanto, en un objetivo de política económica central. Una de esas reformas estructurales que puede contribuir no solo a viabilizar las empresas ya existentes, sino a fomentar la muy necesaria concreción del espíritu emprendedor, base de la canalización de energía innovadoras y, en definitiva, de la modernización económica.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI) (2007). *La importancia del leasing en la economía española*. Ediciones Empresa Global. Madrid. Libro dirigido por J. A. Herce y F. J. Valero.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2011). *El Sector de Cajas: Anatomía de su transformación*.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2011). «Financing obstacles faced by euro area small and medium-sized enterprises during the financial crisis». *Financial Stability Review*, junio, pp. 134-140.
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (2005). «A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises». *World Bank Policy Research Working Paper 3795*, diciembre.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2011): «La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros». *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación 2010*, pp. 47-73.
- EUROSTAT (2009). *European Business. Facts and figures*. Luxemburgo.
- FINANCIAL INCLUSION EXPERTS GROUP. SME FINANCE SUB-GROUP (2010): *Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World*. International Finance Corporation. Octubre.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC) (2009): *The SME Banking Knowledge Guide*.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (2010): «Assessing and Mapping the Gap in Micro, Very Small, Small, and Medium Enterprise (MSME) Finance». Agosto.
- LÓPEZ-GARCÍA, P. Y PUENTE, S. (2006a): «Business Demography in Spain: Determinants of Firm Survival». *Documentos de trabajo. Banco de España* n° 0608.
- LÓPEZ-GARCÍA, P. Y PUENTE, S. (2006b): «Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España». *Boletín Económico. Banco España*, abril 2006, pp. 77-83.
- MARICHAL, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Debate, Madrid.
- MARTÍN, E. Y VALERO, F. J. (2011). «Basilea III: nuevo marco para la solvencia de las entidades de crédito», *Economistas*, n° 126, pp. 157-163
- ONTIVEROS, E.; VALERO, F. J. (2004): «La transformación de los mercados de valores». *Papeles de Economía Española*, n° 100, pp. 246-265.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE) (2006a). *The SME Financing Gap. Volume I. Theory and Evidence*.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2006b). «The SME Financing Gap. Theory and Evi-

<sup>24</sup> Art. 14 y Disposición adicional 33ª del Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.



dence». *Financial Market Trends*, nº 91, octubre, pp. 87-95.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2007). *The SME Financing Gap. Volume II. Proceedings of the Brasilia Conference, 27-30 March 2006*.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2009). «The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses. Contribution to the OECD Strategic Response to the Financial and Economic Crisis».

REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2011): *Esta vez es distinto. Ocho siglos de necesidad financiera*. Fondo de Cultura Económica, Madrid-México.

SÁNCHEZ DE LA PEÑA, R. (2008). «Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles». *Boletín de la CNMV*. Trimestre II, pp. 51-69.

## ABREVIATURAS UTILIZADAS

### SIGLAS SIGNIFICADO

**Afi** ANALISTAS FINANCIEROS INTER-

NACIONALES

**BCE** BANCO CENTRAL EUROPEO

**CE** COMISIÓN EUROPEA

**CNMV** COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

**EFSF** FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

**EFSM** MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

**ESM** MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

**G-20** GRUPO DE LOS VEINTE

**IFC** CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

**INE** INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

**MAB EE** MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

**OCDE** ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

**PYME** PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

**UE** UNIÓN EUROPEA

**UEM** UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA.







# EL ACCESO DE LAS PYMES AL CRÉDITO BANCARIO: ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA EUROZONA

Joaquín Maudos\*  
Universidad de Valencia e Ivie

## RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo analiza las condiciones en el acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas en relación a las de la eurozona utilizando la información que proporciona la encuesta del Banco Central Europeo. Los resultados muestran claramente que las pymes españolas se enfrentan a mayores restricciones, tanto en términos del coste de la financiación como de la cuantía del crédito disponible. Las pymes españolas salen mal paradas en la comparativa internacional en términos de peticiones rechazadas, así como en términos del porcentaje de empresas cuya petición es aprobada en su totalidad. La situación es preocupante dado el elevado peso que las pymes tienen en el tejido empresarial español. Además, las expectativas futuras no son nada halagüeñas ya que en España es mayor el porcentaje de pymes que anticipan un empeoramiento en el acceso al crédito bancario que las que anticipan una mejora.

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde que estallara en verano de 2007 la crisis que aun estamos sufriendo, ya es historia las elevadas tasas de crecimiento del crédito bancario que tuvieron lugar tanto en España como en otros países de nuestro entorno. En el caso con-

creto de nuestra economía, el crédito bancario al sector privado experimentó tasas de crecimiento muy por encima del crecimiento del producto interior bruto (PIB) en la etapa de expansión 1995-2007, llegando a situarse la tasa 18 puntos porcentuales (pp.) por encima del PIB en 2006, justo el año anterior al inicio de la crisis. En la eurozona, si bien el crédito también creció en esa época por encima del PIB, la diferencia nunca superó los 6 pp. Pero a partir de 2007, el escenario ha cambiado por completo, alcanzando la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado valores negativos en España desde agosto de 2009, manteniéndose en valores negativos hasta finales de 2011.

En este contexto, hemos asistido a un cruce de acusaciones entre empresas y bancos sobre la explicación de la caída en picado del crédito bancario. Las primeras acusan a los bancos del cierre del grifo del crédito, con un endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación bancaria, tanto en términos de cantidades como de precio. Los segundos se quejan de la falta de demanda solvente en un contexto de recesión y de tasas de crecimiento negativas de la inversión.

Seguramente, tanto las empresas como los bancos tienen parte de razón ya que es lógico que en un contexto macroeconómico adverso se reduzca la demanda de financiación bancaria, pero también es cierto, como demuestran las encuestas realizadas, que los bancos han endurecido las condiciones de acceso al crédito bancario. De hecho, como se analiza con detalle en este trabajo, los resultados de la encuesta que realiza

---

\* Este trabajo se enmarca en el proyecto SEI2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación.



semestralmente el Banco Central Europeo (BCE) sobre el acceso de las empresas europeas a la financiación demuestran claramente que las empresas españolas han sufrido (y siguen padeciendo) en mayor medida que la de otros países de la eurozona las dificultades en el acceso al crédito bancario.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es explotar la riqueza de información de la encuesta *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area* (acceso a la financiación de las pymes) que realiza el BCE desde 2009, de forma que en el momento de redactar estas líneas disponemos de cuatro oleadas de la encuesta (una por semestre, la última referida a septiembre 2010-marzo 2011). La encuesta aporta información separada por países (para España, Italia, Alemania, Francia y el resto del área del euro) y por tamaños (grandes y pymes, distinguiendo dentro de estas últimas entre micro, pymes) e incluye un total de doce preguntas. En nuestro caso, nos centraremos en la información de la encuesta que tiene que ver con el acceso al crédito bancario. Cada una de las oleadas de la encuesta está referida a la situación de los seis meses anteriores a su realización, si bien también se analizan las expectativas de las empresas durante los seis meses siguientes a la fecha de la encuesta. La última de las encuestas fue realizada entre el 21 de febrero y el 25 de marzo de 2011 y está referida a la situación existente de septiembre de 2010 a febrero de 2011. La muestra estuvo formada por 7.532 empresas, de las que las españolas, alemanas, francesas e italianas representaban, cada una, el 13% del total. Por tamaño de empresa, las grandes (más de 250 trabajadores) representan el 8% del total, las medianas (entre 50 y 250 trabajadores) el 24%, las pequeñas (entre 10 y 49 trabajadores) el 35% y las microempresas (entre 1 y 9 trabajadores) el 33% restante. Por sectores de actividad, los servicios concentran el 36% de las empresas de la muestra, seguido en importancia de la industria (26%), el comercio (28%) y la construcción (10%).

Con este objetivo, y al margen de esta introducción, el artículo se estructura en tres secciones. En la sección 2 se analiza la evolución de las condiciones en el acceso de las pymes a la finan-

ciación bancaria en los cuatro semestres a los que hacen referencia las encuestas del BCE. En la sección 3 se analizan las perspectivas futuras de la financiación bancaria en base a las expectativas que declaran las empresas respecto a la evolución de las condiciones en los próximos seis meses. Finalmente, la sección 4 sintetiza las conclusiones del trabajo.

## 2. EL ACCESO DE LAS PYMES A LA FINANCIACIÓN BANCARIA

La encuesta sobre las condiciones de acceso a la financiación bancaria del BCE contiene 12 preguntas, si bien en este trabajo nos centraremos en aquellas relacionadas con el crédito bancario dejando al margen otras formas de financiación. En concreto, las preguntas objeto de interés son las siguientes:

- a) ¿Cuál es el principal problema al que se enfrenta la empresa? Nuestro interés está en la importancia del acceso al crédito bancario.
- b) A la hora de generar renta en la empresa ¿han aumentado o disminuido los costes financieros netos?
- c) ¿Ha solicitado un crédito bancario o no lo hizo por miedo a ser rechazada la petición o por tener suficientes fondos propios?
- d) ¿Tuvo éxito a la hora de obtener financiación bancaria? ¿se la dieron en su totalidad o solo parcialmente?
- e) ¿Ha mejorado o empeorado la disponibilidad de financiación bancaria?
- f) ¿Han mejorado las condiciones de la financiación (tipo de interés, exigencia de garantías, comisiones, etc.?)



- g) ¿Ha aumentado la disponibilidad de los bancos a conceder crédito?

### 2.1. LA IMPORTANCIA DEL ACCESO A LA FINANCIACIÓN COMO PRINCIPAL PROBLEMA AL QUE SE ENFRENTA LA EMPRESA

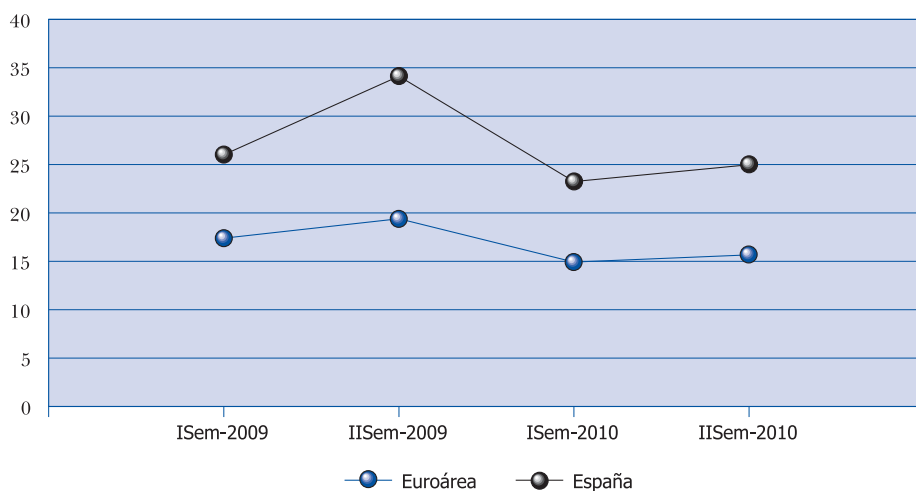
La primera pregunta de interés para analizar si con la crisis se han endurecido las condiciones en el acceso al crédito bancario es la primera del cuestionario en el que se le pregunta a la empresa que, de un conjunto de posibles factores, elija el que condiciona en mayor medida su futuro. El cuestionario ofrece las siguientes posibles respuestas: encontrar clientes, la competencia, el acceso a la financiación, los costes de producción (incluyendo los laborales), la disponibilidad de empleo cualificado o gestores con experiencia, y la regulación.

Como muestra el gráfico 1, en relación con las pymes de la eurozona, las españolas muestran una mayor preocupación en la importancia que las dificultades en el acceso al crédito bancario tiene como problema al que han tenido que enfrentarse en su negocio. En concreto, ya en la encuesta referida al

primer semestre de 2009, el 26% de las pymes españolas encuestadas contestaba que el acceso a la financiación era el principal problema al que se enfrentaban, frente al 17,4% de las pymes europeas. La diferencia con respecto a la media europea se amplió en el segundo semestre de 2009, si bien disminuyó en el primero de 2010. La última información disponible sitúa en 10 puntos porcentuales (pp.) la diferencia entre España y la eurozona, respondiendo el 25% de las empresas españolas que el acceso a la financiación era su principal problema. No obstante, el motivo que más preocupa en las pymes españolas es encontrar clientes (el 33% elige esa respuesta), siendo también el principal motivo en las pymes europeas (25%).

Si bien no se representa en el gráfico, la información detalla de la encuesta muestra que las dificultades en acceder a fuentes de financiación son mayores en las pymes que en las grandes empresas, ya que en España el porcentaje de grandes empresas que identifican ese problema como el más importante es del 19%, frente al 25% en las pymes. En Europa solo el 10% de las grandes empresas identifican la financiación como lo más problemático.

**GRÁFICO 1. PORCENTAJE DE PYMES QUE CONSIDERAN QUE EL PRINCIPAL PROBLEMA AL QUE SE ENFRENTAN ES EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.



**2.2. LA IMPORTANCIA DE LOS COSTES FINANCIEROS A LA HORA DE EXPLICAR EL COMPORTAMIENTO DE LA RENTA DE LAS EMPRESAS**

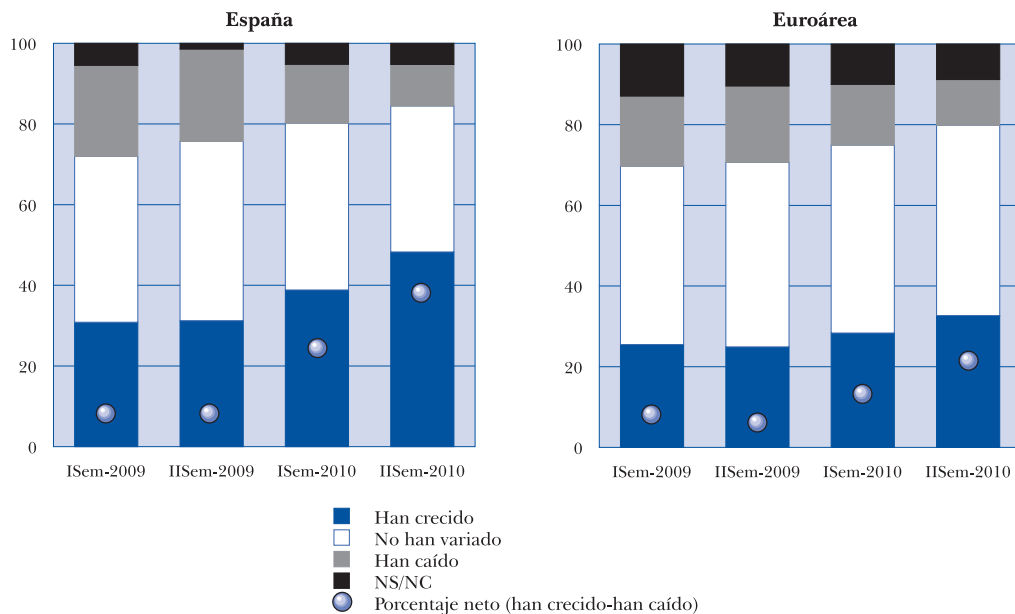
Además de conseguir financiación, uno de los problemas es su coste que depende de las tensiones existentes en los mercados monetarios, de la aversión al riesgo de los bancos y de la mayor o menor prima de riesgo que aplican, entre otros factores. En el caso de la prima de riesgo, los *spreads* aumentan en épocas de recesión como consecuencia del aumento de las tasas de morosidad bancaria y ante el mayor riesgo de los proyectos de inversión que piden financiación.

Una de las preguntas de interés de la encuesta del BCE está relacionada con los factores más relevantes a la hora de explicar los resultados empresariales. El cuestionario ofrece información sobre el comportamiento de seis factores que afectan al potencial de una empresa para generar renta: los costes laborales, otros costes,

los gastos financieros, los beneficios, el margen empresarial y los ingresos.

Como muestra el gráfico 2, en la última de las encuestas realizada, el 48% de las pymes españolas respondieron que el aumento de los costes financieros afectaba negativamente a sus resultados, mientras que solo un 10% señalaban justo lo contrario. En Europa, el porcentaje de pymes que manifiestan que la subida del coste financiero lastra su cuenta de resultados era del 33%, frente al 11% de responden que han visto reducir sus costes financieros. En términos netos, la diferencia entre el porcentaje de pymes que se enfrenta a subidas de costes financieros y las que se benefician de bajadas es de 38 pp. en España y de 21 pp. en Europa, lo que es indicativo de las mayores restricciones financieras de las pymes españolas. La evolución temporal de estas diferencias muestra que han crecido bruscamente en 2010 y con mucha más intensidad en España hasta alcanzar el valor máximo en el segundo semestre de 2010.

**GRÁFICO 2. EL EFECTO DE LOS COSTES FINANCIEROS NETOS SOBRE LA GENERACIÓN DE RENTA DE LAS PYMES (porcentaje de las respuestas totales)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.



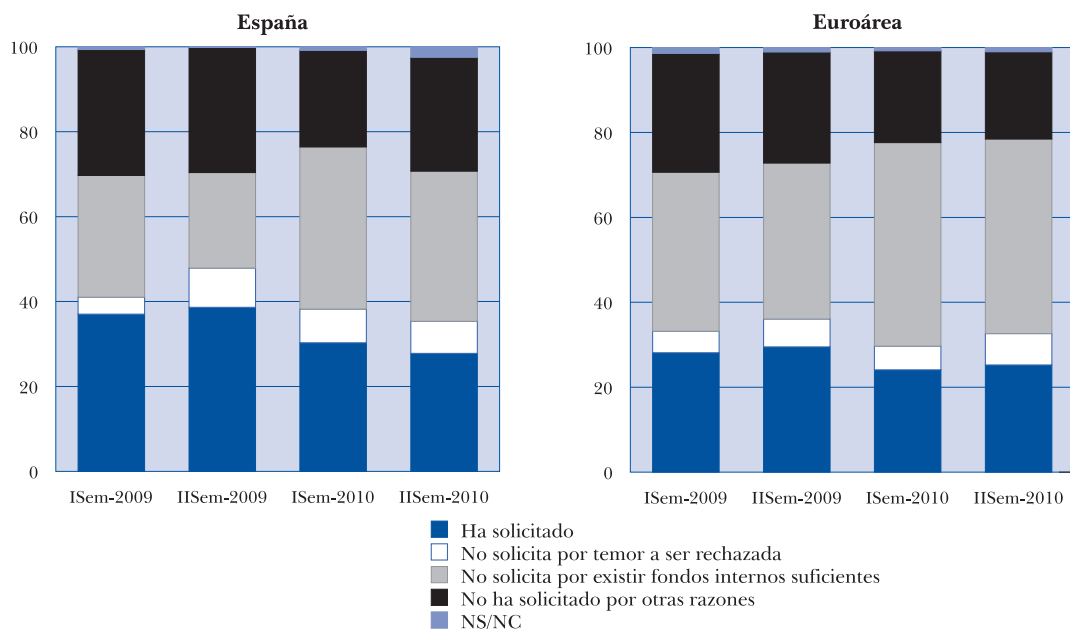
### 2.3. PETICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA: TASA DE ÉXITO VERSUS RECHAZO

Una de las preguntas de la encuesta que refleja claramente la percepción de las empresas respecto al endurecimiento en el acceso a la financiación bancaria es aquella en la que manifiestan si han decidido o no solicitar un préstamo bancario por dar por hecho que será rechazada su petición. El gráfico 3 muestra las respuestas a esta pregunta y los resultados indican que en el segundo semestre de 2010 el 8% de las pymes españolas no solicitaron un crédito por ese motivo, frente al 7% de media en las pymes del

área del euro. Estos porcentajes contrastan con los de las grandes empresas en las que en el caso de las españolas solo el 1% responde ese motivo. En las microempresas españolas, el porcentaje sube al 9%.

También tiene interés ver la evolución en el tiempo del porcentaje de pymes que no solicitan financiación por ese miedo al rechazo. En España, el porcentaje es del 4% en el primer semestre de 2009 y se duplica en el segundo (llega al 9,2%), si bien disminuye ligeramente en 2010. En las pymes europeas el aumento en estos dos años ha sido menor ya que ha pasado de un 5% en el primer semestre de 2009 a un 7,4% en el segundo de 2010.

**GRÁFICO 3. PETICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS PYMES EN LOS ÚLTIMOS 6 MESES (porcentajes total)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

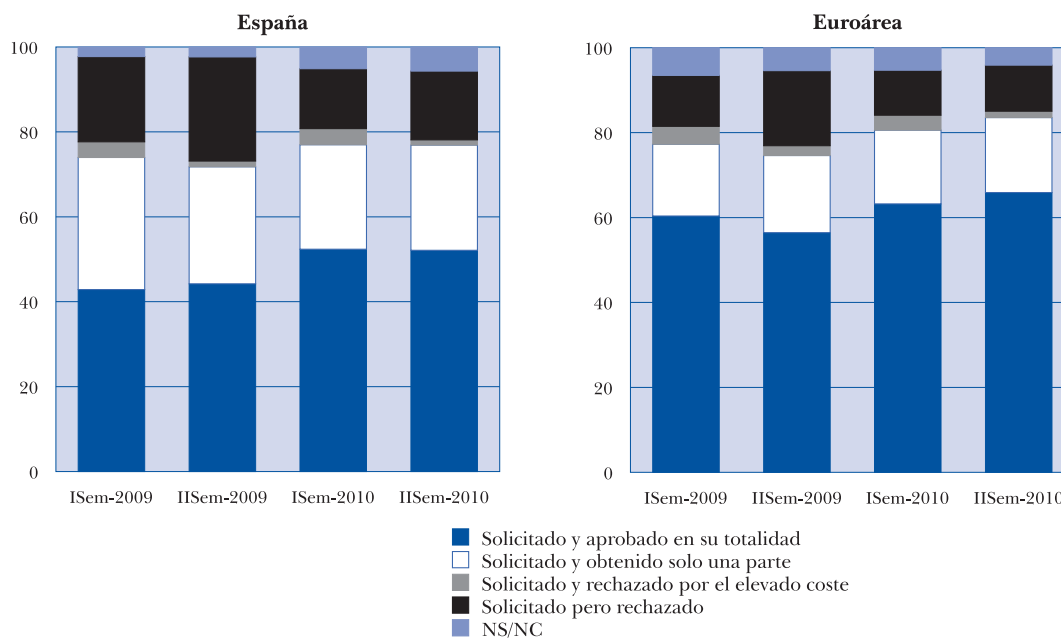


#### 2.4. OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN BANCARIA: RESTRICCIONES CUANTITATIVAS

La pregunta anterior se complementa con aquella relacionada con la tasa de éxito en la solicitud de un préstamo bancario en la que la petición puede ser rechazada, aprobada en su totalidad o solo parcialmente. Los resultados de las respuestas a esta pregunta aparecen en el gráfico 4. En el segundo semestre de 2010 en España el 16,2% de las peticiones de las pymes fue-

ron rechazadas, a las que hay que añadir un 1,2% más de peticiones rechazadas por el elevado coste. Frente a estos porcentajes, en las pymes de la eurozona las tasas de rechazo son del 10,8% y 1,5%, respectivamente. Así, si sumamos ambas tasas, en las pymes española la tasa de rechazo es 5,1 pp. superior a la europea. La tasa de rechazo en España alcanzó su mayor nivel en el segundo semestre de 2009 (24,5%), disminuyó en 10 pp. en el siguiente semestre si bien ha vuelto a repuntar en el segundo semestre de 2010.

**GRÁFICO 4. ÉXITO DE LAS PYMES EN LA SOLICITUD DE FINANCIACIÓN BANCARIA EN LOS ÚLTIMOS 6 MESES (porcentaje sobre el total de respuestas)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

La otra cara de la moneda de la tasa de rechazo es la de aceptación. Si nos centramos en aquellas peticiones que se han aprobado en su totalidad, la diferencia entre España y la eurozona es de casi 14 pp. lo que da muestras de la mayor dificultad que tienen las Pymes españolas para conseguir financiación bancaria. Además, la tasa

de aceptación siempre ha sido menor en las pymes españolas desde que el BCE realiza esta encuesta.

La información detalla que reporta el BCE por tamaño de empresa muestra que son las empresas españolas más pequeñas (menos de 10 trabajadores) las que experimentan las mayores



tasas de rechazo, llegando al 25% en el segundo semestre de 2010 frente a un 16% de media en las pymes. Este elevado porcentaje contrasta con las empresas más grandes (más de 250 trabajadores) que tienen una tasa de rechazo cinco veces menor (5% en el segundo semestre de 2010). Por países, en comparación con Francia (10%), Alemania (6%) e Italia (8%), son las pymes españolas las que sufren de mayores tasas de rechazo. Sin embargo, frente a la media del resto de países del euro, la tasa de rechazo alcanza el mismo valor del 16%. Llama la atención que en Alemania e Italia, sus grandes empresas declaran una tasa nula de rechazo, frente al 5% de las grandes empresas españolas.

### **2.5. MEJORA O EMPEORAMIENTO EN LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO**

La posible existencia de una situación de *credit crunch* en las pymes españolas puede ser contrastada en base a la percepción que tienen las empresas sobre la disponibilidad de crédito bancario con el que financiar su actividad. Como muestra el gráfico 5, en España la diferencia entre el porcentaje de pymes que manifiestan una mejora en la disponibilidad de financiación bancaria y las que declaran un empeoramiento es de 20 pp. en el segundo semestre de 2010 frente a una diferencia de 9 pp. de media en las pymes de la eurozona. De los países para los que el BCE ofrece información detallada, las restricciones cuantitativas con mayores en España, ya que frente a esa diferencia de -20 pp. en España, en Francia (-13 pp.), Alemania (-1,6 pp.) e Italia (+0,8 pp.) la diferencia es mucho más reducida.

Este mayor peso relativo del porcentaje de pymes que declaran un empeoramiento en la disponibilidad de crédito contrasta con la situación de las grandes empresas. Así, en concreto, la diferencia en puntos porcentuales entre las respuestas positivas (mejora) y negativas (empeoramiento) es mayor que cero tanto para la media del área del euro (5,6 pp.) como para todos los países para los

que el BCE ofrece información. Es en España donde menor es la diferencia entre el porcentaje de empresas que declaran una mejora y las que declaran un empeoramiento en la disponibilidad de financiación bancaria. En concreto, la diferencia es de 1,2 pp. en España, 2,2 pp. en Francia, 15 pp. en Alemania y 18,8 pp. en Francia.

La evolución temporal de la situación de *credit crunch* muestra una mejora en los dos años para los que disponemos de información, alcanzándose la peor situación en el primer semestre de 2009. En ese momento, el 58% de las pymes españolas manifestaban un empeoramiento en la disponibilidad de crédito bancario, con una diferencia de 51 pp. por encima de las pymes que declaraban una mejora. La diferencia porcentual se mantuvo en niveles muy elevados en el segundo semestre de 2009 (48 pp.), cayó drásticamente en el primer semestre de 2010 (16,5 pp.) y volvió a repuntar en la segunda mitad de 2010 (20 pp.).

Si comparamos la situación de las pymes españolas en comparación con las de la zona del euro, en España las restricciones cuantitativas en el acceso a la financiación bancaria siempre han sido mayores, alcanzándose la mayor diferencia en la primera mitad de 2009.

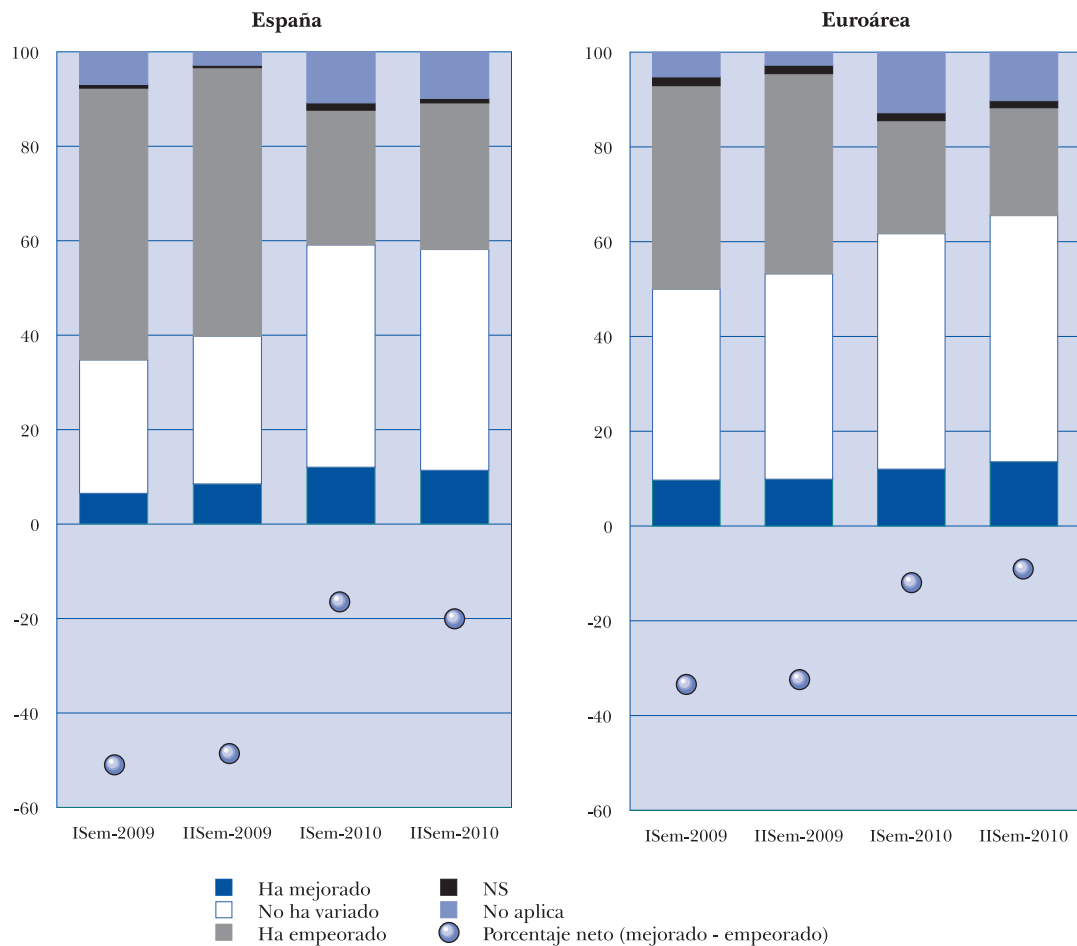
En relación con las grandes empresas, las pymes presentan más restricciones en el acceso al crédito bancario, siendo mayor el porcentaje de las grandes empresas europeas que declaran un empeoramiento que las que declaran una mejora a lo largo del 2009. En cambio, la situación mejora en 2010, siendo ya mayor el peso relativo de las mejoras. En el caso concreto de las grandes empresas españolas, la situación es de mayores restricciones, si bien en algún semestre la situación es peor en algunos países de nuestro entorno.

### **2.6. MEJORA O EMPEORAMIENTO EN LAS CONDICIONES DE LA FINANCIACIÓN**

Uno de los apartados de la encuesta del BCE que ofrece mayor riqueza de información en



**GRÁFICO 5. PERCEPCIÓN DE LAS PYMES SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO EN LOS ÚLTIMOS 6 MESES (porcentaje sobre el total de respuestas)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

relación con las condiciones del acceso de las empresas a la financiación bancaria es la que desglosa los distintos aspectos de la financiación en términos del tamaño del préstamo, el tipo de interés, las comisiones, las garantías exigidas, el vencimiento y otras condiciones de la financiación.

El gráfico 6 permite visualizar la situación de las pymes españolas en relación con la media de las pymes de la euroárea para cada una de las condiciones de la financiación y para los cuatro semestres de la encuesta. De la visión

del gráfico se desprenden las siguientes conclusiones:

- En todos los términos de las condiciones de la financiación, las pymes españolas presentan mayores restricciones.
- La información más reciente disponible referente al segundo semestre de 2010 indica que las mayores diferencias entre las pymes españolas y la media de la eurozona tienen lugar en el tipo de inte-





rés de la financiación, ya que mientras que en la euroárea la diferencia entre el porcentaje de empresas que declaran un aumento de los tipos y las que declaran una caída es de 43 pp., en España la diferencia es de 73 pp.

- c) También es de destacar la peor situación de las pymes españolas en términos de los costes de la financiación distintos al tipo de interés, ya que la diferencia entre las pymes que declaran una subida y las que declaran una reducción es de 73 pp., frente a 48 pp. en el área del euro.
- d) Las menores diferencias entre España y la eurozona tienen lugar en el vencimiento del préstamo y otras condiciones de la financiación. En términos de la cantidad solicitada, el mayor porcentaje de empresas europeas que declaran una mejora en relación con las que declaran un empeoramiento contrasta con la situación de las pymes españolas, en las que las respuestas negativas superan en 10 pp. a las positivas.
- e) La evolución temporal de las condiciones de la financiación bancaria muestra que tanto en las pymes españolas como en las europeas el tipo de interés del préstamo ha ido al alza, con una mayor subida en 2010 y con más intensidad en la segunda mitad del año. También han aumentado los costes distintos al tipo de interés, si bien la subida es más moderada. En cambio, en el tamaño del préstamo o la línea de crédito la situación mejora en el tiempo, aunque en las pymes españolas siguen predominando las empresas que declaran un empeoramiento frente a la diferencia positiva (predominan las mejoras) en las pymes de la euro zona.
- f) También es de destacar la tendencia al empeoramiento a la hora de exigir garantías a las pymes españolas, frente a

la mejora que tiene lugar en el área del euro desde el segundo semestre de 2009.

### **2.7. DISPONIBILIDAD DE LOS BANCOS A CONCEDER FINANCIACIÓN**

Además de las condiciones de la financiación, la encuesta del BCE contiene una pregunta en la que las empresas manifiestan su opinión respecto a la mayor o menor disponibilidad de los bancos a conceder un préstamo. Como muestra el gráfico 7, la peor percepción tiene lugar en el primer semestre de 2009 en el que la diferencia entre el porcentaje de pymes españolas que responden que aprecian una mejora y las que aprecian un empeoramiento alcanza un valor máximo negativo de 53 pp. que más que duplica a la media de la euroárea (25 pp.). Esta situación se mantuvo en el segundo semestre de 2009, mejoró de forma considerable en la primera mitad del 2010 y volvió a empeorar en el segundo semestre de 2010. En este último semestre, frente a una diferencia negativa de 16 pp. en las pymes del área del euro, en España la diferencia es mucho mayor (40 pp.) lo que refleja claramente y de forma sintética las mayores restricciones financieras a las que se enfrentan las pymes españolas.

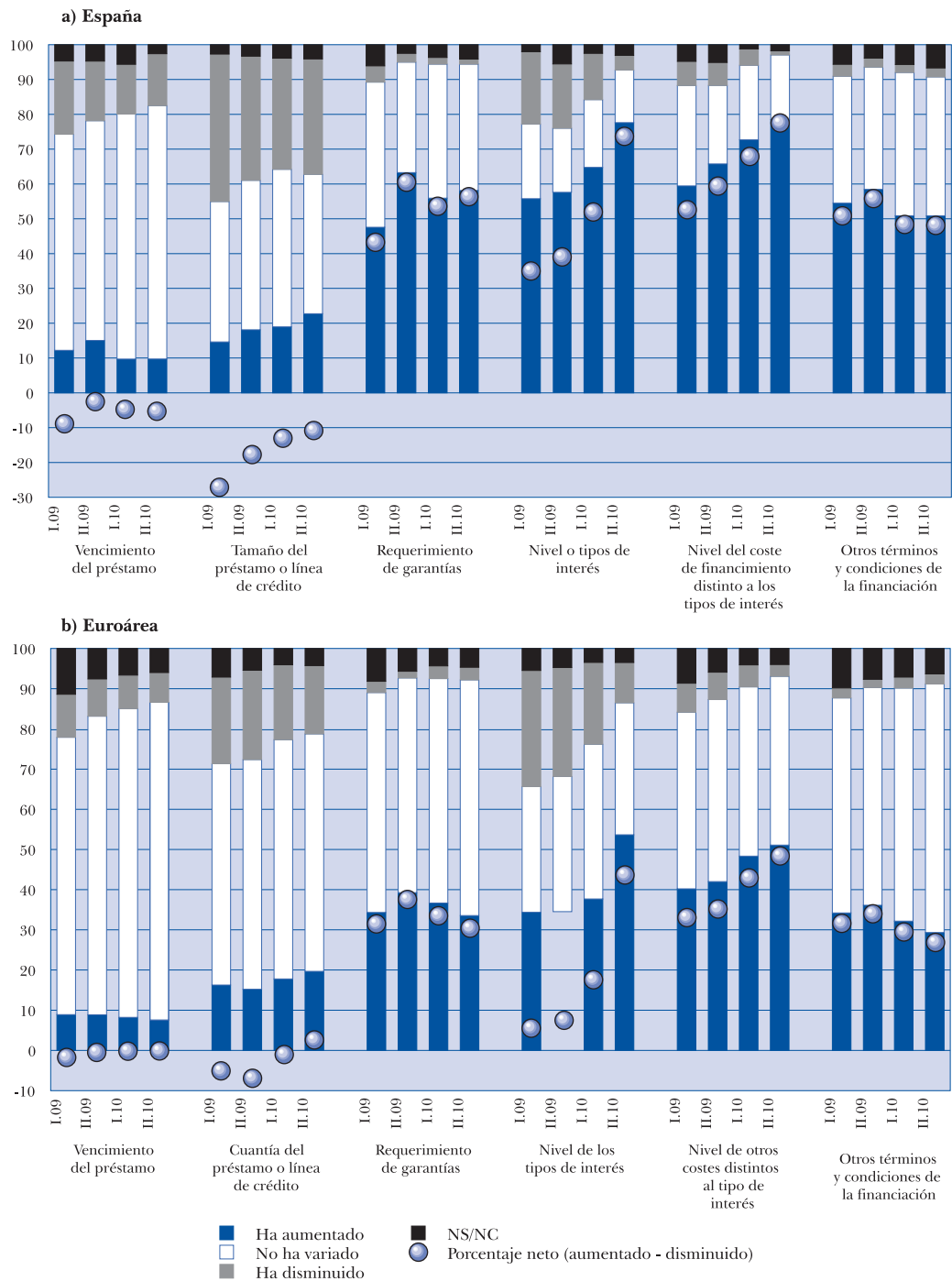
Por países, son las empresas españolas las que manifiestan una opinión más negativa en la disponibilidad de los bancos a conceder financiación, ya que frente a esa diferencia negativa de 40 pp., los valores en Alemania, Francia e Italia son de +2,6 pp., -11,6 pp. y -18 pp.

### **3. EXPECTATIVAS FUTURAS EN EL ACCESO AL CRÉDITO BANCARIO**

Además de recabar la opinión de las empresas sobre las condiciones en el acceso a la financiación a las que se han enfrentado en los seis meses anteriores a la fecha de la realización de la encuesta, el cuestionario contiene una pregunta relativa a las expectativas de las pymes sobre la disponibilidad de crédito bancario en los próximos seis meses.

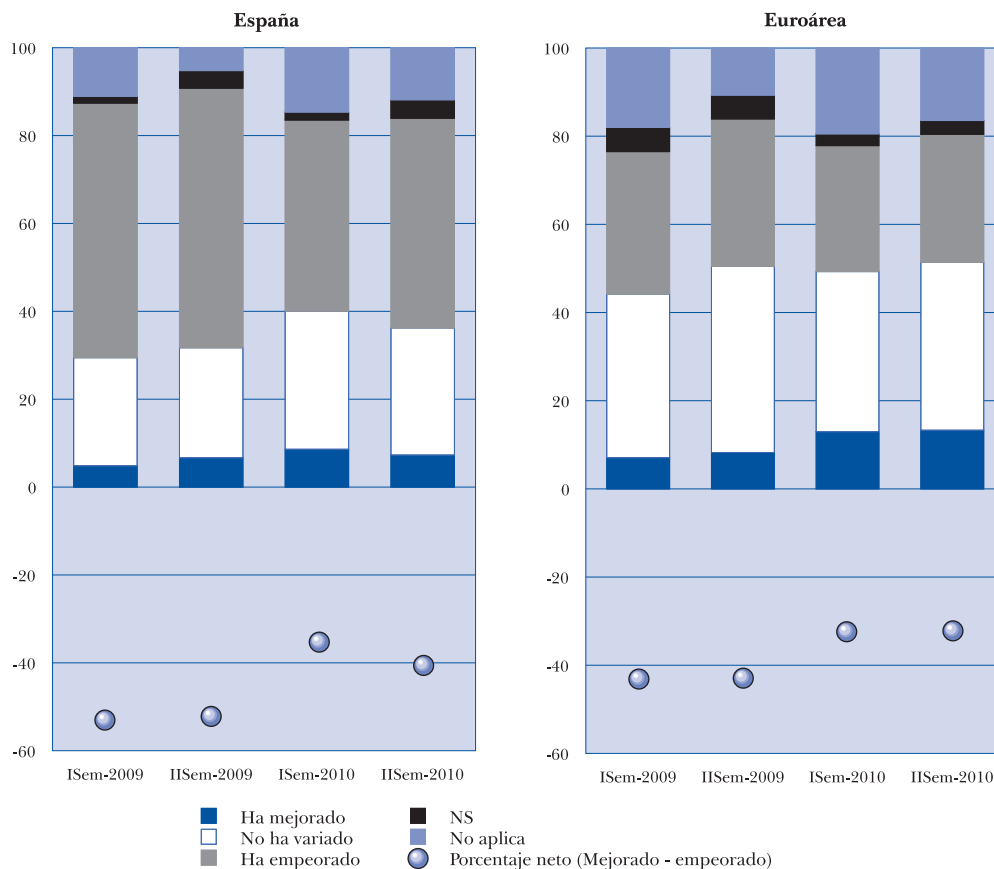


GRÁFICO 6. PERCEPCIÓN SOBRE LAS CONDICIONES DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS PYMES EN LOS ÚLTIMOS 6 MESES (porcentaje del total respuestas)



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 7. DISPONIBILIDAD DE LOS BANCOS A DAR CRÉDITO A LAS PYMES EN LOS ÚLTIMOS 6 MESES (porcentaje del total respuestas)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

El gráfico 8 representa para España y la euroárea la evolución de la distribución porcentual de las respuestas a esa pregunta, siendo de especial interés analizar el porcentaje de pymes que responden que empeorará la situación, así como el porcentaje neto mejora *versus* empeoramiento. La simple impresión visual muestra el mayor porcentaje de expectativas adversas en el caso de las pymes españolas, así como el mayor valor negativo del porcentaje neto. En concreto, en la última de las encuestas realizadas, el 24% (10%) de las pymes españolas anticipan para el 2011 un empeoramiento (mejora) en la disponibilidad de finan-

ciación bancaria, siendo el porcentaje neto de -14 pp. Frente a estos valores, el 17,5% de las pymes europeas anticipan un empeoramiento y el 14,3% una mejora, por lo que el porcentaje neto es de -3,1 pp. Por países, son las pymes españolas las más pesimistas, con porcentajes netos del -4,2% en Francia (predomina la opinión de empeoramiento), pero positivos (es mayor el porcentaje de empresas que anticipan una mejora) en Alemania (1 pp.) e Italia (4,1 pp.).

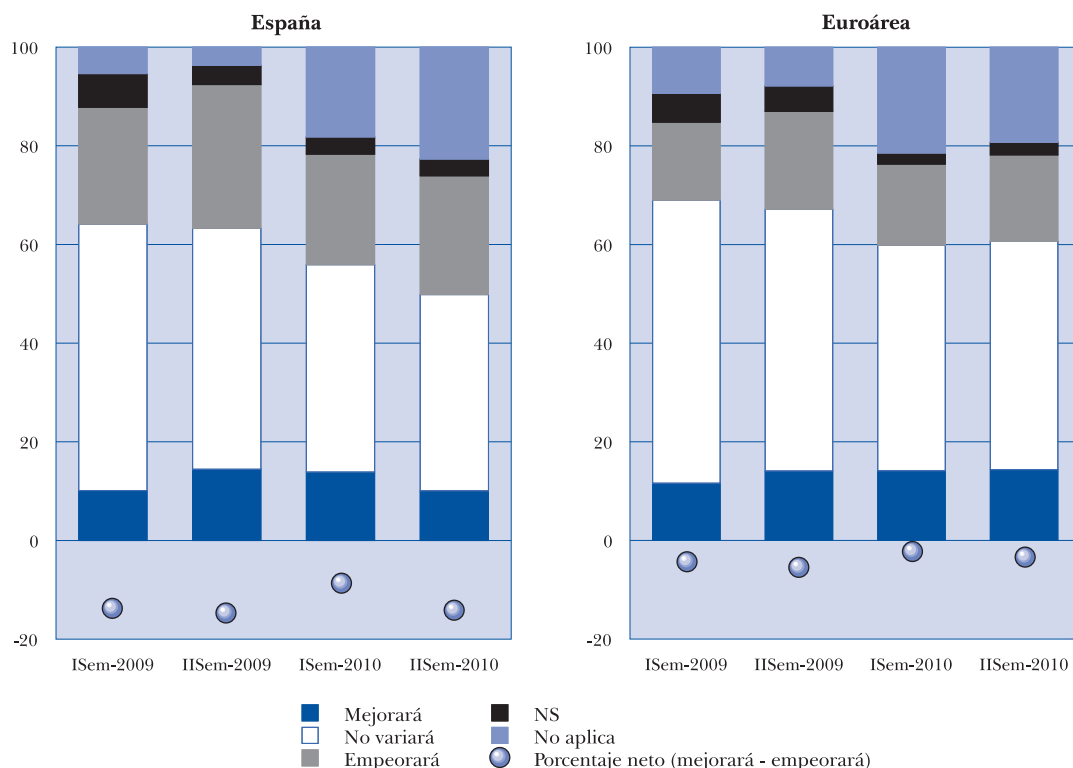
Si comparamos la situación de las pymes con las grandes empresas, solo en España es mayor el



porcentaje de respuestas pesimistas respecto a las condiciones futuras en el acceso al crédito bancario (la diferencia entre respuestas optimistas y pesimistas es de -6,6 pp.), mientras que en Alemania (+13,2 pp.), Francia (+2,8 pp.) e Italia

(+15,1 pp.) la diferencia es positiva. Es en Italia donde tanto para las pymes como para las grandes empresas las perspectivas futuras son más halagüeñas, situándose en el extremo opuesto España.

**GRÁFICO 8. EXPECTATIVAS DE LAS PYMES SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO EN LOS PRÓXIMOS 6 MESES (porcentaje del total respuestas)**



Fuente: Survey Access to Finance, Banco Central Europeo.

#### 4. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo ha sido analizar la evolución y perspectivas futuras de las condiciones en el acceso a la financiación bancaria de las pymes europeas, comparando la situación de las empresas españolas con las de otros países de la eurozona. Para ello, se explota la información que ofrece la encuesta del BCE *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area*, estando dispo-

nible en el momento de redactar este trabajo cuatro oleadas de la encuesta, la última referida a la situación existente de septiembre de 2010 a febrero de 2011.

En base al análisis realizado, las conclusiones son las siguientes:

- Uno de los principales problemas a los que se enfrentan en la actualidad las empresas es el acceso a la financiación



- bancaria, siendo el problema más acuciante para las pymes españolas. El encarecimiento en los costes de la financiación que ha tenido lugar durante la crisis (como consecuencia de la mayor prima de riesgo que exigen los bancos) se ha ido agudizando en el tiempo de forma que los datos más recientes indican que el 48% de las pymes españolas ha experimentado una caída en sus resultados como consecuencia del aumento del coste del crédito bancario, frente al 33% de media de las pymes de la eurozona.
- b) Además de la subida del coste de la financiación, las pymes españolas están sufriendo restricciones en la cuantía de la financiación, hasta tal punto que el 17,4% de las empresas encuestadas han visto rechazada su petición, frente al 12,3% en las pymes de la zona del euro.
- c) También España sale mal parada en la comparativa internacional en términos del porcentaje de pymes (con más intensidad en las microempresas) cuya petición de financiación bancaria ha sido aprobada en su totalidad.
- d) En relación con Italia, Alemania y Francia, en España las pymes sufren mayores restricciones cuantitativas. Si tenemos en cuenta el elevado peso que las pymes tienen en el tejido productivo de la economía española<sup>1</sup>, las dificultades a la hora de acceder al crédito bancario adquiere una mayor importancia en España.
- e) Además de mayor tipo de interés y la menor disponibilidad de crédito para las

pymes españolas, también se enfrentan a peores condiciones en términos de garantías exigidas y comisiones pagadas.

- f) Desgraciadamente, la opinión que declaran las empresas respecto a la evolución futura (en los próximos seis meses) en el acceso a la financiación bancaria indica que en España las pymes anticipan una peor evolución en comparación con el resto de países de la eurozona, siendo mayor el porcentaje de empresas que anticipa un empeoramiento que el que anticipa una mejora.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (varios años). *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area* [en línea]. [ref.: 29 de agosto de 2011]. Disponible en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.
- PÉREZ GARCÍA, F. (DIR.), MAS, M., MAUDOS, J., QUESADA, J., SERRANO, L., CHORÉN, P., CUCARELLA, V., HERNÁNDEZ, L., ROBLEDO, J.C., SOLAZ, M. y SOLER, A. (2011). *Crecimiento y competitividad. Trayectoria y perspectivas de la economía española*. Informe Fundación BBVA-Ivie 2011, [Bilbao]: Fundación BBVA, 2011.

## ABREVIATURAS UTILIZADAS

- BCE Banco Central Europeo  
PIB producto interior bruto  
pp. puntos porcentuales

<sup>1</sup> En España, las empresas de menos de 250 trabajadores generan el 77,6% del empleo del sector no financiero y el 68% del valor añadido. Frente a estos porcentajes, en la UE-27, las pymes generan el 67,1% y el 58% del empleo y el valor añadido, respectivamente. Véase un análisis más detallado en Pérez García (2011).





# LA PARTICIPACIÓN FINANCIERA DE LOS EMPLEADOS EN LA EMPRESA: UNA POLÍTICA PARA LA INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN CAPITAL ORGANIZACIONAL

**Emilio Huerta Arribas**  
**Universidad Pública de Navarra**

**Vicente Salas Fumás**  
**Universidad de Zaragoza**

## RESUMEN EJECUTIVO

La empresa moderna incorpora activos intangibles como el capital humano específico o el capital organizacional, cuyos procesos de inversión y financiación requieren unas políticas de gestión diferentes de las que se aplican a los activos tangibles. El trabajo analiza las posibilidades que ofrece la participación financiera de los trabajadores en la empresa, junto a los efectos más conocidos de contribuir al compromiso mutuo entre trabajadores y empresarios y a la flexibilidad en las relaciones laborales, para estimular la inversión y facilitar la financiación de estos activos intangibles.

## 1. INTRODUCCIÓN

La participación financiera de los empleados (PFE) en la empresa ha sido un tema de interés tanto en la literatura teórica, donde se le ha relacionado con la motivación del esfuerzo de los trabajadores y con la inversión en capital humano específico (Blair, 1999, Salas-Fumás, 2010), como en las instituciones públicas que han valorado

positivamente los efectos económicos y sociales de las iniciativas que buscan conseguir un mayor compromiso de los trabajadores con las actividades y resultados de sus empresas<sup>1</sup>. El objetivo de este trabajo es analizar la PFE, en sus facetas de participación en beneficios y participación en el capital, como un mecanismo que permite aumentar la capacidad de inversión y financiación de las empresas, especialmente en activos intangibles relacionados con el capital humano.

Entre los agentes sociales existe una gran heterogeneidad de puntos de vista así como un amplio debate, sobre los beneficios y los costes de utilizar fórmulas de participación financiera de los trabajadores en la empresa (Vaughan 2008).

---

<sup>1</sup> En fecha tan reciente como septiembre de 2010 el Comité Económico y Social de la Unión Europea emite un dictamen (SOC/371) sobre la participación financiera de los trabajadores en Europa en el que queda clara la apuesta por fomentar dicha participación en todos los países de la Unión y expresamente se dice: «Una de las prioridades de la estrategia Europa 2020 es conseguir que la Small Business Act, especialmente en los aspectos que atañen a la financiación de las PYMES, ocupe un lugar central. La participación financiera de los trabajadores puede ser un instrumento válido para conseguir ese objetivo y en definitiva reforzar la competitividad de las PYMES europeas» (página 2).



Estos sistemas representan formas de compensación al trabajo donde parte de esa retribución se obtiene de participar en el reparto de los beneficios presentes o futuros de la empresa. Los sindicatos, por ejemplo, han destacado que su utilización podía provocar más inequidad en las retribuciones de los empleados y han puesto énfasis en el doble riesgo que conlleva asociar el empleo y el patrimonio en caso de cierres empresariales. Estas percepciones (Uvalic 2008) están cambiando, especialmente en países, como Francia, Gran Bretaña y Dinamarca, dando paso a una visión de las relaciones entre capital y trabajo donde se reconoce la existencia de intereses parcialmente convergentes. En este contexto, sistemas de gestión y compensación empresarial que abren la posibilidad de que los trabajadores participen en la empresa, podrían a su vez contribuir a reducir los conflictos entre quienes colaboran alrededor de la empresa, logrando así un espíritu de mayor cooperación y confianza.

Entre el colectivo de empresarios las posiciones tienden a ser más favorables a la puesta en marcha de programas de participación financiera, pues consideran que puede serles de gran ayuda para lograr una mayor motivación y un mayor compromiso de los trabajadores.

Las autoridades públicas también parecen decantarse a favor de la participación financiera de los trabajadores si tenemos en cuenta los pronunciamientos e iniciativas puestas en marcha, por ejemplo, por la Unión Europea, para impulsar su uso entre las empresas de la eurozona (véase el Dictamen que se menciona en la nota 1 o iniciativas anteriores entre las que destaca el proyecto PEPPER, cuyos informes I, II, III y IV han realizado un seguimiento regular de la PFE entre los países de la Unión). Las autoridades públicas estiman que los mecanismos de participación contribuyen a la competitividad de las empresas europeas en mercados globales, además de ser un instrumento de cohesión social y distribución de rentas. Bajo esta orientación, muchos gobiernos en la UE han desarrollado una legislación específica e incentivos fiscales para impulsar la adopción de estos sistemas de participación en las empresas. Sin embargo hay

cierta frustración entre las autoridades europeas debido al limitado uso y avance en la aplicación de estos esquemas de PFE. Se considera que se han perdido oportunidades para impulsar la productividad, mejorar la flexibilidad interna y conseguir un mayor compromiso de los empleados en la acción colectiva de la empresa. Pero por otro lado, algunos cambios en la economía mundial, entorpecen la adopción de prácticas de PFE. En particular, el énfasis en reducir las barreras a la contratación y el despido, está priorizado la flexibilidad externa de los mercados sobre la flexibilidad interna de las empresas. Los sistemas de outsourcing o la utilización de distintos modelos contractuales, están llevando a una fragmentación de la fuerza laboral y a una reducción de los salarios que dificulta la utilización de estos esquemas de PFE. Por tanto, hay fuerzas contradictorias que actúan sobre el papel y la implantación de esquemas de PFE en las empresas y cuyos resultados finales todavía no somos capaces de anticipar bien.

Si bien son muchos los estudios y análisis dedicados a valorar la participación financiera de los trabajadores en la empresa desde la perspectiva de conseguir una asignación más eficiente de los recursos disponibles, el presente trabajo trata de dar un paso más y reconocer las oportunidades que ofrece la PFE para contribuir a la financiación de inversiones productivas y, por tanto, al crecimiento empresarial. Esta dimensión de la participación ha sido destacada en el contexto de la transmisión de la propiedad de la empresa desde el empresario (en el momento de su jubilación por ejemplo) a los trabajadores, como fórmula que permite mantener la actividad empresarial y preservar el empleo. El trabajo desea llamar la atención sobre otras posibilidades que ofrece la participación de los trabajadores para la financiación de inversiones productivas en la empresa, especialmente cuando la financiación se contempla como una forma de asignar derechos de propiedad y decisión junto con derechos sobre flujos monetarios. Así la exposición diferencia entre la problemática de financiación de inversiones en activos tangibles y la de activos intangibles, como capital humano específico.





El resto del trabajo revisa de forma breve los fundamentos teóricos de la participación financiera de los trabajadores en la organización en el marco de la teoría económica de la empresa, aporta una reseña de las iniciativas políticas e institucionales puestas en marcha para fomentar la difusión de la participación financiera de los trabajadores, y presenta algunas evidencias empíricas sobre el grado de implantación de esta práctica entre empresas de distintos países, incluida España. Por último se realizan unas reflexiones para enmarcar la participación financiera de los trabajadores en el contexto actual de necesidades de financiación de las PYMES españolas, en un momento en que existen restricciones al acceso al crédito bancario y la economía afronta la perspectiva de un cambio de modelo productivo.

## 2. DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES EN LA EMPRESA A LA PARTICIPACIÓN EN LA FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN: MARCO CONCEPTUAL

### *PARTICIPACIÓN FINANCIERA Y PARTICIPACIÓN EN DECISIONES*<sup>2</sup>

La relación entre los trabajadores y la empresa en la que prestan sus servicios está regulada por contratos explícitos e implícitos que responden a una amplia diversidad de situaciones. Las reglas que rigen la colaboración entre empresarios y trabajadores responden a razones de eficiencia y a relaciones de poder, mediadas por leyes y normas dictadas por los poderes públicos en defensa de intereses sociales, así como por la costumbre y la cultura social.

La Figura 1 resume la tipología de realidades, teniendo en cuenta la forma de conducir la colaboración de los trabajadores en la empresa, atendiendo al grado y la naturaleza de su participa-

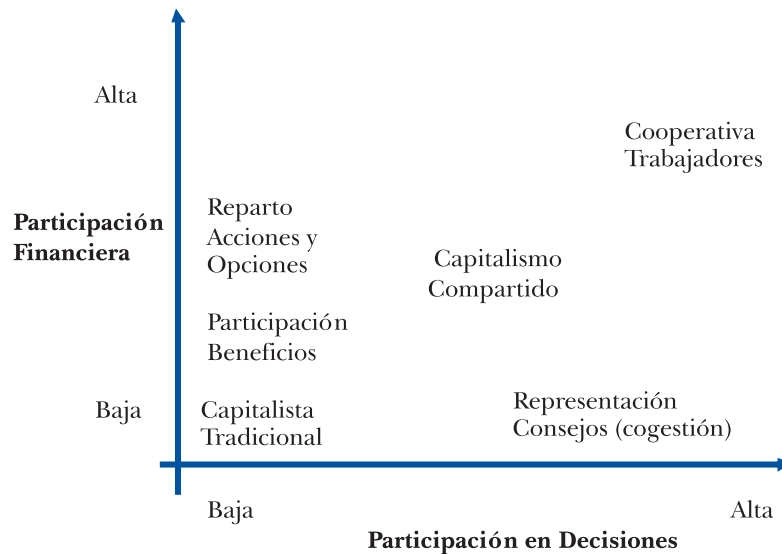
ción en la misma. Uno de los ejes se refiere a la *participación financiera*, entendida como el grado en que los trabajadores reciben una parte o toda su retribución condicionada a los resultados económicos de la empresa. El otro eje refleja la *participación en decisiones*, y se refiere a la capacidad de los trabajadores para influir en cómo hacen su trabajo y en qué actividades realiza la empresa. La esquina inferior izquierda, representa una situación de baja participación financiera y baja participación en decisiones, y refleja el modelo de empresa capitalista pura o tradicional, donde el trabajador recibe toda su retribución en forma de salario pactado de antemano y a cambio deja la iniciativa sobre qué hacer y cómo hacerlo al empresario propietario que además aporta el capital necesario para la producción. En la esquina opuesta, superior derecha, se representa la cooperativa de trabajadores donde los cooperativistas tienen todo el poder decisión y su retribución es residual, condicionada al resultado una vez cumplidos los compromisos con terceros.

La figura contempla otras situaciones de carácter híbrido en cuanto que reflejan grados distintos de participación; por ejemplo participación financiera sin participación en decisiones, o la participación en decisiones con una baja participación financiera, como por ejemplo la «cogestión» donde los trabajadores de las empresas grandes tienen representación en el consejo de las empresas (en Alemania por ejemplo la representación es paritaria). La figura también recoge situaciones donde concurren un grado medio de participación financiera y cierto grado de participación en decisiones, generalmente sin llegar a la representación de los trabajadores en los órganos de gobierno de la empresa; genéricamente la colaboración que conlleva ciertas dosis de participación financiera y de participación en decisiones se ha identificado recientemente como modelo de «capitalismo compartido» (Kruse, Freeman y Blasi 2010).

<sup>2</sup> Para una revisión de la literatura sobre las formas eficientes de organizar la colaboración entre trabajadores y proveedores de capital financiero en la empresa véase Dow y Puterman (1999).



**FIGURA 1. ESQUEMA SOBRE FORMAS DE PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES EN LA EMPRESA**



### ***PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES EN LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA***

La participación financiera de los trabajadores en la empresa no equivale necesariamente, con la excepción de las cooperativas de trabajadores, a participación de los trabajadores en la financiación de la empresa. En un marco de mercados financieros perfectos existen claras ventajas en que sean inversores externos, con patrimonios diversificados, quienes aporten a la empresa los fondos necesarios para financiar los activos productivos, frente a la alternativa de que sean los mismos trabajadores los que aporten el capital y el trabajo y expongan todo su capital, humano y financiero, al mismo riesgo económico. La misma hipótesis de mercados perfectos implica también que, cuando se cumple, los problemas de inversión en la empresa se pueden resolver de forma independiente a cómo se resuelven los problemas de financiación.

En el escenario más realista de mercados financieros imperfectos, sabemos que las decisiones de inversión y de financiación se deben tomar simultáneamente porque están interrela-

cionadas. Esto es cierto especialmente cuando hay inversiones en activos intangibles para los que no existe un mercado y solo es posible la acumulación desde dentro de la empresa. Además cuando esos activos se refieren a capital humano incorporado en los trabajadores, resulta recomendable desde la eficiencia económica que los trabajadores participen en la financiación de dichos activos (Salas-Fumás, 2010). La cartera de activos productivos de la empresa puede incluir, por tanto, recursos de diferente naturaleza y origen, siendo difícil responder a la pregunta de quién es el propietario de los mismos, más allá de afirmar que pertenecen a la empresa (Blair 1999). El empresario que ha permanecido en la organización desde los inicios y conoce la complejidad de relaciones y acuerdos implícitos sobre la que se ha construido la colaboración con los trabajadores y las inversiones específicas de éstos, encuentra ventajoso vender la empresa a los trabajadores llegado el momento de la salida, frente a hacerlo a inversores externos que desconocen la realidad y el valor de los intangibles acumulados. Para que los incentivos ex ante a invertir en intangibles actúen como se espera, será necesario



anticipar las decisiones que se habrán de tomar en el momento de la salida del empresario y, entre ellas, cómo se producirá la transmisión de la propiedad a los trabajadores. La participación financiera de los trabajadores, por ejemplo, mediante un fondo que se nutre de una parte de los beneficios para, llegado el momento, utilizar ese ahorro acumulado para comprar la empresa, es una de las soluciones posibles<sup>3</sup>.

Para analizar con más detenimiento estas cuestiones resulta relevante reconocer de partida la heterogeneidad en las situaciones empresariales, a partir de las diferencias en la naturaleza de los activos productivos en que se apoyan las empresas para competir. Algunos activos son más fáciles de financiar con fondos externos que otros y por ello la oportunidad de aprovechar la participación financiera de los trabajadores para facilitar la inversión en nuevos activos, variará según la naturaleza de los activos en que se desee invertir.

La presión competitiva obliga a las empresas a la diferenciación de sus ofertas comerciales, para lo cual es preciso reforzar la base de recursos que posibilita la innovación y la adaptación a las necesidades del cliente y al mismo tiempo hace más difícil la imitación o réplica de los mismos por parte de los rivales. Surge así la distinción entre, recursos productivos accesibles para cualquier empresa a través de inversiones y compra en el mercado, y recursos de los que la empresa se dota internamente de forma más o menos planificada. Generalmente, los recursos que se comercializan en los mercados son de naturaleza tangible e incorporan conocimiento generado por otras personas o grupos, diferentes de quienes lo van a aprovechar en su producción. Por ejemplo, la empresa que compra e instala un robot para realizar tareas de precisión en la cadena de montaje, el robot pasará a engrosar el stock de activos inmovilizados de la empresa.

Los recursos-activos de generación interna, en cambio, son intangibles y el conocimiento que incorporan se ha generado por la participación de las personas o colectivos internos a la organización, que son a su vez quienes se aprovechan de ellos. Por ejemplo, la empresa que incorpora

el robot ha tenido que invertir en formación de los trabajadores, cambiar la definición de puestos de trabajo, las responsabilidades de las personas que las ocupan, etc., para que el robot alcance su máxima productividad. A veces de forma inconsciente, la empresa que invierte recursos para hacer más productivas las inversiones que provienen del exterior, desarrolla nuevas competencias y capacidades internas sobre las cuales desarrollar nuevos productos o servicios o mejorar la eficacia interna. Por ejemplo, con trabajadores más formados y con sistemas de producción más flexibles, se mejora la capacidad para dar servicio a los clientes y con ello se consigue ser más competitivo. Los activos intangibles surgidos de estos procesos informales de inversión dentro de la empresa no se contabilizan en balance y, por ello, son a primera vista invisibles en su importancia cuantitativa y cualitativa, haciéndose necesario utilizar métodos indirectos de valoración para descubrir y conocer el valor económico que representan. La literatura académica ha denominado a estos recursos capital organizacional y esta será también la terminología genérica con la que nos referiremos a ellos a lo largo de este texto (Black y Lynch, 2005). En un sentido amplio, el capital organizacional incluye cualquier conocimiento tácito que expande la base tecnológica de la empresa, pero que no puede aislarse de las personas o grupos que lo han acumulado, así como el capital que crea relaciones de confianza y posibilita la colaboración con bajos costes de supervisión y vigilancia.

La mejora de la posición competitiva de la empresa necesita de inversiones sostenidas en activos tangibles comercializados en los mercados y, al mismo tiempo, del desarrollo de activos intangibles, como el capital organizacional. Las inversiones a su vez necesitan de fondos para financiarse y por tanto la problemática de la financiación de la empresa requiere un análisis detallado de las singularidades que plantea la financiación del capital organizacional, en relación a la problemática general de la financiación de la inversión en activos tangibles.

Los activos tangibles, de carácter general y por tanto con un valor en usos alternativos rela-



tivamente elevado, son los que a priori ofrecen más posibilidades de financiarse a través de los mercados financieros externos. En éstos se consigue la máxima diversificación de riesgos, y por tanto resulta a priori poco eficiente involucrar a los trabajadores en su financiación. Si además los servicios de trabajo que necesita la empresa son también de carácter general y existe un mercado de trabajo activo de donde la empresa obtiene esos servicios a un precio dado, la relación de los trabajadores con la empresa será una relación transaccional en la que el trabajador percibe un salario a cambio de ofrecer sus servicios de su trabajo para que ésta decida en qué utilizarlos; los mercados financieros y el empresario, cuando también percibe una renta residual asumen los riesgos en la inversión en capital y en el uso de

los servicios de trabajo por los que se ha comprometido un salario determinado. Estamos en las condiciones favorables para la empresa capitalista pura de la Figura 1.

Pero el modelo de especialización extrema entre el empresario que financia, invierte y decide, y el trabajador que obedece y a cambio recibe el salario pactado de antemano, no es el único, tal como se pone de manifiesto en la tipología de realidades que busca representar la Figura 1. Podemos por tanto, preguntarnos por la interrelación entre la participación de los trabajadores en la empresa y la participación de los trabajadores en la financiación de los activos de la empresa. Para analizar dicha interrelación se propone el esquema de partida representado en la Figura 2.

**FIGURA 2. LA PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES EN LA EMPRESA Y LA PARTICIPACIÓN EN LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA**

	Empresarios/ Financieros	Trabajadores
Activos tangibles (Mercado)	Financian la mayor parte y asumen los riesgos	Participación financiera puede ayudar a estabilizar rentabilidad de los activos reduciendo costes del capital por el menor riesgo económico
Capital organizacional (Internos)	Comparten financiación y comparten poder de decisión y riesgos	Invierten y comparten financiación; comparten poder de decisión y riesgos

### **ACTIVOS TANGIBLES Y FINANCIACIÓN**

En los activos tangibles los accionistas actúan como inversores financieros. Sin embargo existen situaciones de imperfección en los mercados de trabajo y en los mercados financieros que pueden justificar alguna participación financiera de los

trabajadores por las consecuencias que ello pueda tener para la financiación e inversión de los activos tangibles. Por ejemplo, la introducción de mecanismos de participación financiera en los que una parte de la retribución de los trabajadores está condicionada a los beneficios de la empresa, permite a la empresa reducir el peso de



los costes fijos en su estructura de costes, en comparación con la situación donde se percibe un salario pactado independiente del resultado y la empresa soporta costes de ajuste al variar el número de trabajadores. Una estructura de costes con menos peso del componente fijo en el coste total, proporciona a la empresa mayor estabilidad en los flujos de caja y genera una mayor flexibilidad adaptativa porque su umbral de beneficios está ahora más alejado de la zona de pérdidas. Por otra parte, cuando la participación financiera se acompaña de la participación en las decisiones, la capacidad de respuesta a las perturbaciones externas se mejora porque la participación en las decisiones significa más delegación de capacidad de decisión en niveles medios y bajos de la organización empresarial, lo cual a su vez agiliza las repuestas de adaptación y cambio. Es de esperar que estas fuentes de estabilidad y flexibilidad, tanto en los flujos de tesorería como en el empleo y en las respuestas menos bruscas a las perturbaciones propias de la actividad productiva o comercial, redunden en un menor coste de la financiación externa y más inversión y crecimiento de la empresa.

Además, si la práctica de participación financiera de los trabajadores, juntamente con la participación en las decisiones, está extendida entre todas las empresas de la economía, los beneficios colectivos de la flexibilidad y estabilidad se multiplican y, finalmente, cada empresa obtiene ventajas en la financiación que superan a las que obtendría si fuera ella sola la que se implique en la participación. Entre esos beneficios colectivos se incluyen los que se derivan de la estabilidad en el empleo, pues los mecanismos de ajuste a las perturbaciones externas se realizan por otros cauces distintos al despido y contratación de trabajadores. La estabilidad del empleo mantiene el consumo y con ello se refuerza aun más el beneficio colectivo de la participación.

¿Existe algún coste asociado a la participación financiera? El primero es el coste para los trabajadores de someter una parte de su retribución al riesgo que incorpora una medida de resultados empresariales residual como es el beneficio. Puesto que en general los trabajadores serán

aversos al riesgo y con oportunidades limitadas para diversificar las fuentes de rentas, la asunción de riesgos por la variabilidad de los ingresos les producirá una pérdida de bienestar con respecto a la situación donde se percibe un salario fijo. Por supuesto este riesgo será menor cuando más difundida esté la práctica de la participación entre las empresas, pues mayores serán también los estabilizadores macroeconómicos, menor la variabilidad de los beneficios empresariales y más estable la parte variable de la retribución.

Un segundo coste de la participación en el ámbito de la financiación de activos tangibles es de carácter privado pues afecta al reparto de la riqueza creada. La participación de los trabajadores en la empresa cambia las relaciones de poder aumentando la capacidad negociadora de los mismos en la disputa de las rentas frente a los empresarios-financieros (Blair, 1999). Podría darse la situación, por tanto, donde la participación de los trabajadores aumente la riqueza creada total pero la parte de la riqueza creada total que reciben los empresarios-financieros después de la negociación con los trabajadores, resulte inferior a la que obtienen sin participación de los trabajadores, es decir con menor implicación de los trabajadores pero también con menor poder negociador de estos. Esto obliga a prestar atención a los mecanismos de negociación y reparto de la riqueza y no sólo a los que favorecen una mayor riqueza, para que la participación de los trabajadores sea aceptada por todas las partes implicadas.

### **ACTIVOS INTANGIBLES Y FINANCIACIÓN**

Los activos intangibles en general y el capital organizacional en particular, afrontan las principales dificultades y los mayores costes por la financiación externa. Además, dado su alta especificidad y su bajo valor de liquidación o de transferencia a otra actividad, la financiación a través de deuda resulta muy complicada y debe recurrirse en la mayoría de los casos a la financiación a través de recursos propios. El capital organizacional es un intangible que tiene muchos ele-



mentos de bien público para el conjunto de actividades de la empresa a las que está en condiciones de contribuir. Además, en parte se incorpora a los trabajadores en forma de capital humano específico siendo imposible para el empresario apropiarse del valor en usos externos, si lo tuviera, porque las personas no se pueden comprar o vender. En este contexto resulta eficiente, en términos de creación de riqueza total, que los trabajadores contribuyan a financiar con su trabajo la inversión en capital organizacional y en el capital humano específico que lleva incorporado (Blair (1999)).

En las condiciones descritas, la participación de los trabajadores en la empresa, y en concreto su participación en la financiación de los activos de la misma, obliga a un cambio profundo en los razonamientos. En primer lugar, la participación de los trabajadores en las decisiones de la empresa, al menos en los aspectos relacionados con el trabajo que realizan, resulta parte consustancial del capital organizacional y de su acumulación en el tiempo (Black y Lynch, 2004 y 2005). Es decir la participación es necesaria para que crezca el capital organizacional y de mayores frutos como recurso productivo. Segundo, la participación financiera se convierte en el instrumento a través del cual se proporcionan contrapartidas a los trabajadores a cambio de su participación, lo que significa que participación financiera y participación en las decisiones se refuerzan mutuamente; se desarrolla así el modelo de capitalismo compartido donde concurren a la vez las dos formas de participación.

Tercero, y tal vez lo más importante, cuando se desea que los trabajadores participen, en la financiación de capital humano y/o capital organizacional de la empresa, está en el interés de los accionistas-propietarios el dar a los trabajadores poder suficiente para que a través de su participación en las decisiones de la empresa al más alto nivel, controlen el uso eficiente de los activos que contribuyen a financiar. Algunos de los mecanismos a través de los cuales se consigue el deseado poder e influencia de los trabajadores son; incorporar representantes suyos en los consejos de administración (Osterloh y Frey 2006), o

que los trabajadores reciban acciones de la empresa, a través de programas del tipo ESOP por ejemplo, y que ejerzan el poder a través de los derechos políticos de las acciones en su poder (Robinson y Hao 2005).

### **3. LA PARTICIPACIÓN FINANCIERA DE LOS TRABAJADORES EN LA EMPRESA: REALIDAD Y POLÍTICAS**

En este apartado se presenta una breve síntesis del estado de aplicación de las políticas de PFE en la empresa en el contexto internacional con el fin de conocer hasta que punto se aprovechan las oportunidades que ofrecen de contribuir a la eficiencia estática y dinámica de las empresas y la economía.

En la práctica empresarial, la PFE en la empresa significa el compromiso establecido en algunas empresas mediante el cual los empleados participan a través de sus retribuciones en los resultados financieros de la misma. Ello puede tomar la forma de participación en los beneficios o en la propiedad. La participación financiera puede incluirse en el salario negociado en convenio, o quedar fuera del mismo; puede decidirse de forma individual para cada trabajador o de forma colectiva, formando parte de las políticas generales de la empresa. Vincular la retribución, parcialmente, a los resultados financieros de la empresa es una práctica habitual entre los altos directivos, especialmente cuando no son los propietarios de la mayoría del capital de la empresa; sin embargo la PFE se refiere a situaciones donde la compensación vinculada a resultados de la empresa afecta a un colectivo amplio de trabajadores de la organización. La forma de materializar la participación financiera varía, pudiendo ser que los trabajadores reciben un montante dinerario, o reciben acciones de la empresa u opciones de compra de acciones, con plazos de ejecución previstos. Cuando la entrega de acciones se hace al colectivo de trabajadores y no de forma individualizada se denomina ESOP; la participación en beneficios también puede engrosar un fondo



financiero que complementa el plan de pensiones o permite la compra de la empresa por los trabajadores. Entre los objetivos que se persigue con la PFE está el mejorar la alineación de los incentivos de los trabajadores con los incentivos del empresario-propietarios: Un sistema de salarios fijos en el que la remuneración percibida es independiente del esfuerzo aplicado por el trabajador, se sustituye por otro que ofrece a los trabajadores una parte de la renta vinculada a los resultados de la empresa. Se considera que ello incrementará la motivación individual y el compromiso, ofrecerá una mayor identificación del empleado con los intereses de la empresa, resultando finalmente en una mayor productividad y mejora de la competitividad empresarial. En el caso de la participación en la propiedad, los empleados estarán más interesados en el resultado de la empresa si reciben dividendos o tienen ganancias de capital.

La PFE ofrece esquemas flexibles de sistemas de remuneración porque una parte de los sueldos y salarios son variables y no fijos, y dependen directamente de los resultados de la empresa. Se espera que un sistema de remuneración flexible potencie políticas de empleo que contribuyan a disminuir el despido como mecanismo de ajuste empresarial. Estos esquemas de PFE aumentan la flexibilidad interna porque permiten que los salarios se reduzcan en periodos de recesión económica y ayudan a las empresas a mantener los márgenes, al reducir los costes del trabajo sin necesidad de reducir el empleo. En el caso de la adquisición de acciones, las empresas pueden ofrecer menos salarios porque los trabajadores reciben una parte de su renta como participación en el capital.

### ***DIFUSIÓN DE LOS SISTEMAS DE PFE EN LA UE Y EEUU***

Los argumentos anteriores han llevado a la Unión Europea a promover iniciativas, desde hace más de 20 años, con el propósito de fomentar la implantación y difusión de estos esquemas de incentivos. Los resultados de estas iniciativas

han sido modestos y se reflejan en las siguientes referencias:

El informe PEPPER IV confirma la difusión creciente de la PFE en los países de la UE-27 en la última década. En el periodo 1999-2005 el porcentaje de empresas que ofrecían esquemas de participación en el capital ha pasado de un 13% al 18%, y en el caso de fórmulas de participación en los beneficios del 29% al 35% (CRANET)<sup>4</sup>. En cuanto a la difusión entre los trabajadores (European Working Conditions Survey, EWCS)<sup>5</sup>, la participación en beneficios es considerablemente más elevada que en la propiedad. En países como Suecia, Holanda, Finlandia y Francia alrededor del 20% de los trabajadores de estos países incorporan la PFE en sus sistemas retributivos; España, por el contrario, es uno de los países donde la incidencia de la PFE es más reducida, ya que menos del 10% de los trabajadores españoles incorporan la PFE en sus retribuciones. Además de las diferencias en cuanto a su extensión entre países, dentro de un mismo país no todos los trabajadores tienen igual probabilidad de incorporar una PFE en su retribución. Los estudios empíricos (Welz y Fernández Macías, 2008) muestran que la probabilidad es cuatro veces superior entre los trabajadores de empresas grandes que entre los de empresas pequeñas, mientras que los trabajadores que ocupan puestos directivos multiplican por cuatro la probabilidad de incorporar un PFE en su retribución, frente a los trabajadores directos.

La evidencia empírica recopilada en diferentes estudios (CRANET y EWCS y PEPPER I, II, II, y IV) reconoce que una legislación favorable e incentivos fiscales para su implantación, han

---

<sup>4</sup> El informe CRANET, elaborado por la Cranfield School of Management, se nutre principalmente de las respuestas a un cuestionario postal que se envía a una muestra de empresas de más de 200 trabajadores con sede en países de la UE 27.

<sup>5</sup> El European Working Condition Survey se elabora a partir de una muestra muy numerosa de individuos realizada por la Fundación Europea cada cinco años; la muestra de 2005 cubrió más de 30.000 individuos de 31 países incluidos todos los UE. Una sección del cuestionario trata de la remuneración y distintas fuentes de ingresos de los encuestados.



tenido un impacto relevante en la extensión de los sistemas de PFE. También está ampliamente documentado que las empresas donde un número importante de trabajadores participan de un PFE, son empresas más proclives a poner en marcha políticas de comunicación interna donde los trabajadores están informados sobre la evolución de la empresa, así como políticas de participación de los trabajadores en las decisiones de la empresa, especialmente en el entorno de su puesto de trabajo. Además, el empleo tiende a ser más estable y hay más inversión en capital humano específico en la organización. Por tanto las empresas tienden a posicionarse en la diagonal de la Figura 1, en la zona del llamado «capitalismo compartido» donde la participación financiera y en las decisiones se produce de forma conjunta.

En los Estados Unidos se observa una dinámica similar a la europea. En la década de los noventa, un número creciente de empresas comenzó a remunerar a los empleados con sistemas en los que una parte dependía de los resultados empresariales. A lo largo de los años han aumentado las empresas que ofrecen opciones sobre acciones a sus empleados, que han pagado incentivos de grupo o en función de los resultados globales de la empresa, han desarrollado programas de propiedad accionarial y han financiado pensiones por medio de planes singulares. Hasta 13 millones de trabajadores participan en planes de propiedad accionarial para empleados (ESOP), sobre 9 millones mantienen opciones sobre acciones y alrededor de 11 millones de trabajadores participan en programas de adquisición de acciones (National Center for Employee Ownership). Se estima que en total unos 25 millones de empleados en USA participan en algún programa de PFE. En general, se considera que la implantación de sistemas participativos contribuye a aumentar el empleo y las ventas entre las empresas con cifras próximas al 2% (Kruse, Freeman y Blasi 2010) y se generan también aumentos en la productividad en torno al 4-5 por ciento. Paralelamente, en los últimos años, más empresas en Estados Unidos han introducido fórmulas organizativas internas que permiten

la participación de los trabajadores en las decisiones de su entorno de trabajo, a través de equipos de trabajo, grupos de mejora y círculos de calidad. Así Lawler (1986 y 1995) y Osterman (1994 y 2000) encontraron que el 55% de los establecimientos utilizaban grupos de mejora y el 41% tenían sistemas de control de la calidad.

En el contexto español destacar dos situaciones distintas. Hay una tradición importante de cooperativismo con un exponente de referencia como es el Grupo Mondragón. Esta experiencia cooperativa nació en la década de los cincuenta en el norte de España y hoy es una corporación empresarial formada por más de un centenar de cooperativas de variado tipo. No es un holding sino una asociación voluntaria de cooperativas independientes. En la cooperativa tradicionalmente los que trabajan son además propietarios aunque en el proceso de expansión e internacionalización en el que están inmersos están desarrollando otras formas contractuales de vinculación a la organización. Tienen cuatro áreas de negocio; industrial, distribución, financiera y conocimiento y emplean a más de 80.000 personas. El grupo Mondragón es un ejemplo de participación financiera y en el proceso de toma de decisiones operativas y de gestión por parte de los trabajadores

Por otro lado, la evidencia para la industria española de la extensión de estos sistemas de participación financiera en la empresa, indica que es muy limitada (García y Huerta 2008). Los incentivos basados en los resultados obtenidos por la planta o la empresa están poco desarrollados. Sólo el 10% de los establecimientos industriales de más de cincuenta empleados han adoptado este tipo de compensación. Se observa también un comportamiento diferenciado en las empresas que tienen estos incentivos y las que no en relación a otros sistemas de participación en las decisiones. Así, el 28% tienen equipos de trabajo estables (equipos que involucran al menos al 15% de la plantilla) mientras que las que no tienen estos sistemas de incentivos, sólo alcanzan el 17%. La situación es similar con los grupos de mejora, 34% frente a un 22%. Además, las empresas con PFE





utilizan con mayor frecuencia sistemas de sugerencias un 72% frente a un 55% las que no los tienen. Hay que señalar además que en el colectivo de empresas que ofrecen estos sistemas de remuneración sobre los resultados hay mayor presencia de empresas multinacionales, un 47% frente al resto de empresas de propiedad nacional, un 30%. Por otro lado, no se encuentran diferencias significativas por tamaño.

#### ***LA EXPERIENCIA PARTICULAR DE ESTADOS UNIDOS EN EL USO DE OPCIONES SOBRE ACCIONES COMO RETRIBUCIÓN DE LOS TRABAJADORES Y COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL***

Estudios referidos a Estados Unidos muestran que en los últimos años las empresas de este país aumentan de forma significativa la emisión indirecta de acciones entregando opciones sobre acciones a sus empleados. Desde que, en los años noventa, los programas de opciones llegan a los trabajadores que no pertenecen a la alta dirección, el valor agregado de las opciones sobre acciones entregadas por las empresas de Estados Unidos ha aumentado en un múltiplo superior a diez: desde 11.000 millones de dólares en 1992 a 119 mil millones en el año 2000 (Hall y Murphy, 2003), superando el volumen de acciones emitidas directamente. Consecuentemente, para las empresas en Estados Unidos los ingresos obtenidos con el ejercicio de las opciones de compra por los trabajadores, juntamente con los beneficios fiscales correspondientes, han llegado a representar una parte sustancial del conjunto de los flujos de tesorería disponibles para la inversión.

La disminución de salarios dinerarios hoy a cambio de la entrega de opciones sobre acciones de la empresa tiene una doble consecuencia para la tesorería de la empresa. En primer lugar, al disminuir los salarios corrientes se produce un desembolso corriente menor y la tesorería aumenta. En segundo lugar, si la evolución futura de la empresa es positiva, pasado un

tiempo, la empresa dispondrá de una nueva entrada de tesorería en el momento en que los trabajadores ejecuten las opciones de compra que recibieron en el pasado. Los estudios realizados al respecto muestran que las opciones emitidas y ejecutadas, con los correspondientes beneficios fiscales, representan aproximadamente el 20% de la inversión media anual de las empresas analizadas. Esto significa que la incorporación de planes de opciones sobre acciones en los paquetes retributivos de las empresas puede tener motivaciones adicionales a las que habitualmente se mencionan de atraer, retener y motivar a los trabajadores, y sirve también para gestionar la tesorería y aumentar los fondos disponibles para la inversión en empresas sometidas a elevadas restricciones financieras, por ejemplo empresas con elevadas inversiones en I+D y para las que les resulta muy costoso obtener fondos externos emitiendo nuevas acciones (Brown, Fazzari y Petersen 2009).

La emisión indirecta de acciones a través de la entrega de opciones sobre acciones a los trabajadores de la empresa, como parte de su retribución ordinaria, en sustitución de la emisión directa de acciones, como otro tipo de retribución variable y especialmente cuando más retribución variable supone menos retribución fija, significa hacer partícipes a los trabajadores del riesgo de la empresa y si son aversos al riesgo, más riesgo significa menor utilidad para un mismo salario esperado. Es por ello que cuando las condiciones de información lo permitan, la retribución con opciones sobre acciones debe limitarse y dar prioridad a la financiación externa emitiendo acciones que compran inversores con carteras diversificadas. Sin embargo, cuando la información sobre el valor intrínseco de la empresa está sujeto a importantes asimetrías de información entre los directivos y los accionistas que deben suscribir las acciones, implicar a los trabajadores en la financiación de la empresa de la forma como se ha explicado puede estar justificado como una segunda opción mejor para mantener el crecimiento de la inversión y la actividad.



#### 4. CONSIDERACIONES FINALES

La respuesta a las necesidades de financiación de las empresas tendrá que ser cada vez más imaginativa por, al menos, dos razones. Una, porque los sistemas bancarios, después de la experiencia negativa de la importante crisis en que se han visto inmersos en los últimos tiempos, redoblarán las cautelas a la hora de financiar inversiones productivas. La segunda, y más importante, porque la naturaleza de los activos empresariales en los que necesitan invertir las empresas de nuestro entorno, son cada vez más intangibles y específicos a la actividad que realizan y se materializan en capital humano y capital organizacional ninguno de los cuales se intercambia en los mercados; su bajo valor como colateral dificulta obtener financiación bancaria, y la emisión de acciones tiene un coste alto por las complejidades que plantea la valoración fundamental de los activos.

En nuestro trabajo hemos abordado el estudio de la PFE como política de empresa que puede contribuir a la inversión y financiación de activos intangibles coproducidos por los trabajadores de la empresa. Los activos tangibles tienen un carácter general y un valor en usos alternativos reconocido, y por ello son los que a priori ofrecen más posibilidades para financiarse en los mercados financieros externos. Los intangibles y en particular el capital organizacional, plantean notables dificultades y costes para su financiación externa. Dado su alta especificidad y su bajo valor de liquidación, debe recurrirse en muchos casos a la financiación con recursos propios. El capital organizacional se incorpora en parte a los trabajadores en forma de capital humano específico. En este contexto, resulta eficiente que los trabajadores contribuyan a financiar la inversión en capital organizacional y capital humano específico que lleva incorporado.

El trabajo apunta un camino que puede desarrollarse en el futuro, para estimular la acumulación de activos en forma de capital humano y organizacional, principalmente entre empresas de alto contenido tecnológico o con bienes o servicios altamente diferenciados donde los activos intangibles mencionados adquieren especial relevancia (Itner y otros 2003). Se trata de integrar los programas de

participación financiera de los trabajadores en la empresa en los programas de financiación de la misma. De tal manera que la participación financiera siga proporcionando a las empresas flexibilidad interna y trabajadores más motivados, mientras que la participación de los trabajadores en la financiación de los activos intangibles se haga de manera que, a cambio, los trabajadores adquieren derechos políticos suficientes como para proteger de forma efectiva el valor económico de los activos que contribuyen a financiar.

Esta vía no agota el seguir profundizando en los mecanismos de mercado de capitales que favorecen la implicación de inversores financieros externos en el reparto de la rentabilidad y el riesgo de la empresa, pero sugiere adoptar una perspectiva más amplia sobre la propiedad y financiación de la empresa, superando la visión más tradicional de la misma donde trabajadores e inversores financieros son dos colectivos disjuntos en sus responsabilidades y distribución de poder dentro de la empresa.

El concepto de «capitalismo compartido», que sintetiza la complementariedad en la empresa moderna entre recursos muy ligados al capital humano y organizacional al que contribuyen los trabajadores, y los otros activos más tangibles que se pueden financiar con fondos externos, puede ser el referente intelectual que guíe el análisis de una parte de los problemas que plantea la inversión y la financiación en la empresa. Una cuestión relevante a considerar también, es si las empresas valorarán lo suficiente los potenciales beneficios colectivos de una mayor implantación de sistemas de participación financiera para los trabajadores, o será necesario impulsar la difusión de la PFE a través de políticas públicas en línea con las que sugiere poner en marcha a escala Europea el Dictamen recientemente emitido por la Comisión.

#### 5. BIBLIOGRAFÍA

Blair, M. (1999) Firm specific human capital and the theory of the firm, in: M.M. Blair and M.J. Roe (Eds), *Employees and Corporate Govern-*



- nance, pp. 59–90 Washington: Brookings Institute Press.
- Blasi, J. y D. Kruse;(1991). *The New Owners: the mass emergence of employee ownership in public companies and what it means to American business*. New York, Harper Business.
- Black, S. y L. Lynch (2004): «What´s driving the new economy». *Economic Journal*. Vol. 114, n° 493, pp. 97-117.
- Black, S. y L. Lynch, (2005). «Measuring organizational capital in the new economy». En C. Corrado, J. Haltiwanger, D. Sichel (eds), *Measuring capital in the new economy*. Chicago University Press, Chicago.
- Brown, J., S. Fazzari y B. Petersen (2009). «Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom». *Journal of Finance* 64, 151-185.
- Dow, G. y L. Putterman (1999). «Why capital usually hires labor». En M. Blair y M. Roe (Eds), *Employees and Corporate Governance*, pp. 17–57 Washington: Brookings Institute Press.
- García, C. y Huerta, E. (2008) *La Frontera de la Innovación: La hora de la empresa española, D Trabajo*, 139 Fundación Alternativas, Madrid.
- Hall, B.. y K. Murphy (2003). «The trouble with stock options». *Journal of Economic Perspectives* 17, 49-70.
- Ittner, Ch., R. Lambert y D. Larcker (2003). «The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy». *Journal of Accounting and Economics* 34, 89-127.
- Kruse, D., R. Freeman y J. Blasi (2010). *Shared Capitalism at Work. Employee Ownership, Profit and Gain Sharing and Broad –based Stock Options*. Chicago University Press, Chicago.
- Lawler, E. (1986). *High involvement management*, San Francisco, CA, Jossey-Bass.
- Lawler, E.E. (1995) *Creating high performance organizations*. San Francisco Jossey Bass.
- Osterloh, M. y B. Frey. (2006). «Shareholders should welcome knowledge workers as directors». *Journal of Corporate Governance*, 10, pp. 325-45.
- Osterman, P. (1992): «Internal labor markets in a changing environment: models and evidence», en D. Lewin, O. Mitchell y P. Sherer (eds.): *Research frontiers in industrial relations and human resources*, pp. 273-308, Wisconsin, Industrial Relations Research Association.
- Osterman, P. (1994) «How common is workplace transformation and who adopts it?. *Industrial And Labor Relations Review*, 47, pp. 173-188.
- Robinson, A. y H. Zhang (2005). «Employees share ownership: Safeguarding investments in human capital». *British Journal of Industrial Relations*, 43, pp. 469–88.
- Salas-Fumás, V (2010) «Governance of knowledge intensive firms in the modern market economy». *International Journal of the Economics of Business*, 17, pp. 349-372.
- Uvalic, M (2008). *Lessons from PEPPER I to PEPPER IV: Comments on the benchmarking results, PART 3. Informe PEPPER IV*.
- Vaughan W. (2008). «Financial participation and the work challenges of the 21 Century» *Informe PEPPER IV*.
- Welz,C y E, Fernandez (2008) « Financial participation of employees in the European Union: Much ado about nothing?» *European Journal of Industrial Relations*, 14. pp. 479-497.





# RESTRICCIONES EN LOS MERCADOS A LA FINANCIACIÓN DE LA PYME, ¿EXISTEN SOLUCIONES?<sup>1</sup>

**Óscar Arce**  
**Elías López**  
**CNMV**

## RESUMEN EJECUTIVO

La dependencia de las pymes respecto al crédito bancario ha agudizado las consecuencias negativas de la crisis iniciada en 2007 sobre la financiación de estas empresas. Más allá del impacto directo de la crisis, las pymes afrontan un horizonte con ciertas incertidumbres en materia de financiación, en particular, la posibilidad de una recuperación lenta del crédito bancario y el probable impacto de Basilea III sobre la capacidad de intermediación del sector bancario.

En este contexto, resulta necesario analizar la posibilidad de desarrollar vías alternativas de financiación, especialmente en el caso de las empresas innovadoras y con potencial de crecimiento elevado. El desarrollo de fórmulas alternativas para estas empresas en sus primeras etapas incluye tanto actividades de capital riesgo (*business angels* y entidades formales de capital riesgo) como el desarrollo de la financiación a través de los mercados de valores. En particular, conviene prestar una atención especial a los

denominados mercados alternativos que, como el MAB español, se han ido creando durante los últimos años, inspirados en el éxito del AIM británico. Estos mercados gozan de considerable autonomía en materia de regulación y ofrecen a los valores de pequeña y mediana capitalización y a sus inversores un marco más flexible que los mercados regulados en materia de información al mercado y otros requisitos.

La preocupación acerca de la financiación de las pymes, especialmente, de las empresas jóvenes con potencial de crecimiento, está suscitando un amplio debate tanto a escala europea como a escala nacional. Uno de los principales asuntos sujetos a discusión es la conveniencia de atraer inversores hacia estas empresas mediante incentivos fiscales. Diversos países, entre ellos el Reino Unido y Francia, tienen establecidas bonificaciones fiscales asociadas a la inversión en fases iniciales de la vida de las pymes. En España, se cuenta, por una parte, con incentivos de este tipo instituidos por algunas comunidades autónomas que bonifican la inversión en empresas cotizadas en el MAB y, por otro, desde julio de 2011, con un esquema estatal aplicable a empresas de dimensión reducida. Con independencia de los incentivos introducidos, debe señalarse la existencia de algunas asimetrías en los impuestos

<sup>1</sup> Este capítulo está inspirado en el Documento de Trabajo nº 52/2011 de la CNMV, «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales,» elaborado por Óscar Arce, Elías López y Lucio Sanjuán.



sobre la renta para residentes y no residentes que pueden perjudicar, sin una evidente justificación, a los valores cotizados en el MAB en comparación con los valores cotizados en los mercados secundarios oficiales. También merece una atención especial el establecimiento de ayudas públicas para estimular la salida al mercado de las pymes, en particular para ayudar a financiar los costes del proceso de salida, que suelen ser más elevados en términos relativos para las pymes que para las grandes empresas. En España, varias comunidades autónomas y, también, la empresa pública ENISA ofrecen ayudas para fomentar los procesos de salida al MAB, instrumentadas mediante créditos o subvenciones.

Finalmente, cabe destacar otras dos áreas de debate. La primera se refiere a la necesidad de que el mercado alcance una visibilidad y una masa crítica, en cuanto al número y la capitalización de las empresas cotizadas, adecuados para concitar la atención de empresas, inversores y proveedores de servicios, entre ellos los analistas. Esta preocupación ha dado lugar a que algunos expertos aboguen por impulsar mercados de carácter paneuropeo, susceptibles de alcanzar con mayor rapidez que los mercados nacionales un tamaño suficiente. Con independencia del ámbito geográfico, los gestores de los mercados tratan de potenciar su visibilidad y los servicios ofrecidos al inversor. En nuestro país, cabe destacar que BME puso en marcha en septiembre de 2011 un servicio de análisis para el mercado regulado como para el MAB, gestionado por la Asociación Española de Analistas Financieros.

La segunda área se refiere al papel de la regulación y la supervisión. En el contexto del proceso de revisión en curso de la normativa comunitaria se discute la posibilidad de adoptar una «escala pyme» de la regulación, ajustando los requisitos exigidos en las principales directivas cuando se trate de valores de pequeña y mediana capitalización cotizados en mercados regulados. Si se optase esta vía, ello supondría admitir, dentro de un mismo mercado, distintos niveles de regulación, por lo que sería aconsejable una segmentación que señalizase nítidamente la calidad de la regulación en cada caso, de forma que los

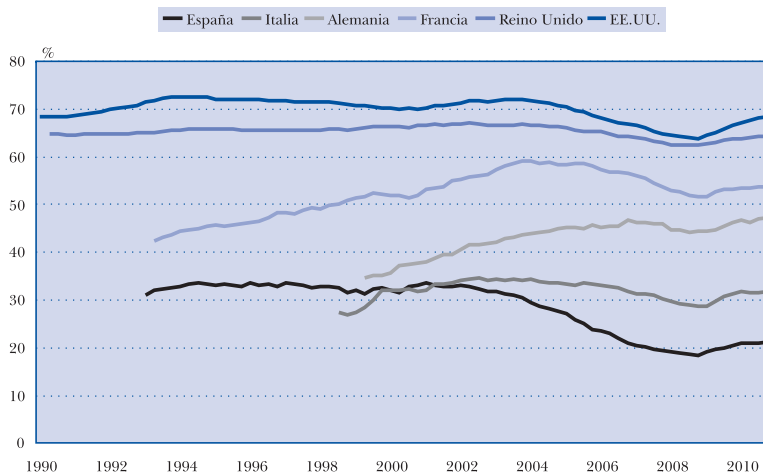
inversores no tuviesen dudas al respecto. En cualquier caso, no es evidente que una decisión de este tipo supusiese una mejora respecto a la situación actual, dado que, por una parte, los mercados regulados ofrecen, de modo homogéneo para todos los valores cotizados en ellos, requisitos de máxima exigencia y, por otra parte, los mercados alternativos ya ofrecen requisitos adaptados a las pymes que los inversores que participan en estos mercados parecen aceptar sin dificultad. En cuanto al papel de la supervisión, la experiencia en materia de autorregulación de los mercados sugiere que la completa inhibición del supervisor público no suele ser positiva para la confianza de los inversores. Por tanto, a pesar de la amplia autonomía en materia de regulación y supervisión de que gozan los mercados alternativos, resulta aconsejable un seguimiento activo del funcionamiento del mercado y del ejercicio de sus funciones autónomas de supervisión por parte de la autoridad correspondiente. En el caso de la CNMV, se ha asumido tal seguimiento como una obligación en el marco de sus funciones.

## 1. EL PAPEL CENTRAL DEL CRÉDITO BANCARIO EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

El dinamismo de la actividad inversora propició un fuerte aumento de las necesidades de financiación externa de las empresas españolas durante el ciclo expansivo que precedió a la crisis actual. Así, en los momentos previos al estallido de la crisis, el flujo anual de recursos externos de financiación captados por las sociedades no financieras españolas alcanzó valores máximos cercanos al 35% del PIB, veinte puntos más que a comienzos de la década de 1990. Durante este período, el crédito bancario no sólo siguió manteniendo su primacía en la financiación de las empresas no financieras en nuestro país, sino que incrementó significativamente su peso en el total, al tiempo que disminuía la importancia relativa de la financiación captada a través de los mercados, como se observa en el gráfico 1.



## GRÁFICO 1. EL PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO<sup>1</sup>



Fuente: Bancos centrales y Dealogic.

1. Porcentaje que representa el saldo vivo de la financiación de mercado sobre la suma de la financiación de mercado y la financiación provista por las entidades de crédito. La financiación de mercado se obtiene como la suma de los saldos vivos de renta fija y variable cotizadas en un periodo inicial (1990) para todos los países más la acumulación de las emisiones netas domésticas e internacionales posteriores, de modo que no se tienen en cuenta los cambios en los precios de los valores cotizados desde aquel año. La financiación obtenida de las entidades de crédito corresponde a los saldos vivos de los créditos concedidos tanto por las entidades domésticas como por las no residentes.

En el gráfico 1 se advierte la sustancial diferencia que existe entre nuestro país y el resto de los países contemplados en cuanto a la importancia relativa de ambos tipos de financiación. En efecto, el gráfico pone de manifiesto que el papel de los mercados financieros en España es notablemente inferior al observado no sólo en países como Estados Unidos y el Reino Unido, donde los mercados financieros disfrutaban de una posición preeminente, sino también en las principales economías continentales de la Unión Europea.

La dependencia del crédito bancario tiende a acentuarse cuando disminuye el tamaño de las empresas consideradas. Así se desprende, por ejemplo, del gráfico 2, que compara la composición promedio del pasivo en el período 2000-2009 para pymes y grandes empresas españolas, alemanas, francesas e italianas. El peso relativo de la financiación bancaria en el endeudamiento de la empresa es claramente mayor en las pymes que en las grandes empresas, lo que resulta con-

sistente con la idea de que las segundas disponen de más alternativas que las primeras para diversificar sus fuentes de financiación. Así, mientras que la financiación bancaria supone, en promedio, el 39% de la deuda total para las pymes consideradas, este porcentaje se reduce al 20% para las grandes empresas. En el caso español, el canal bancario aporta el 42% de la deuda total para las pymes, mientras que su peso en el pasivo total se sitúa en torno al 24%. Para las grandes empresas españolas, este tipo de deuda representa el 24% del total, con un peso en el pasivo del 13%.

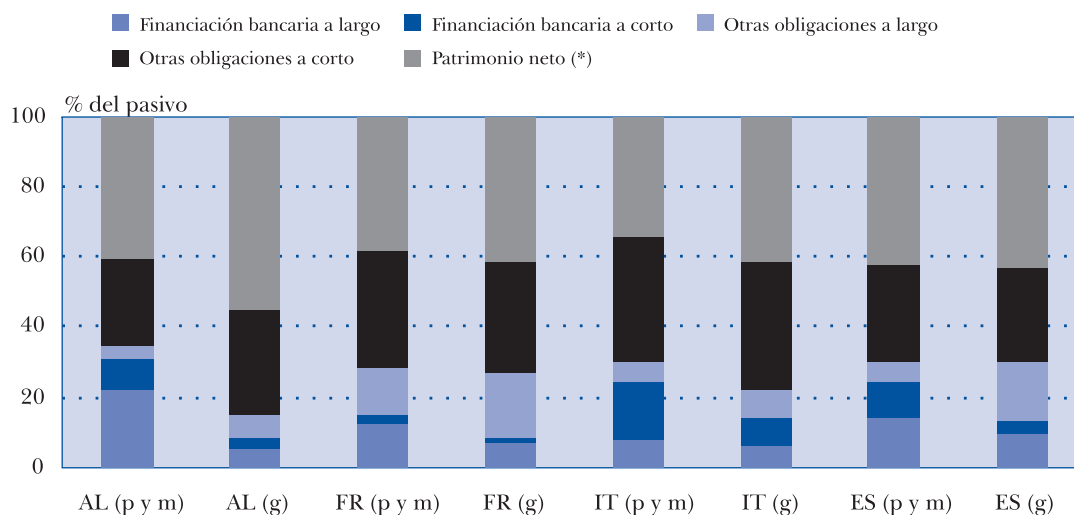
Los datos basados en el balance ponen de manifiesto el papel central del canal bancario en la financiación de las pymes. De hecho, los trabajos de campo sugieren que los empresarios que controlan este tipo de firmas tienden a considerar la financiación externa mediante acciones como un recurso de última instancia. Así, de acuerdo con algunos trabajos realizados en el Reino Unido en distintos momentos de los últimos años, sólo entre el 1% y el 3% de las pymes



recurrirían a este tipo de financiación<sup>2</sup>. Por su parte, la encuesta del Banco Central Europeo sobre el acceso de las pymes a la financiación correspondiente al primer semestre de 2009 pone de relieve que el 73% de las pymes preferi-

rían la financiación bancaria para acometer objetivos de crecimiento en caso de necesitar recursos externos, mientras que sólo el 6,4% de la muestra optaría por dar entrada en el capital a nuevos socios.

**GRÁFICO 2. ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS PROMEDIO 2000-2009**



Fuente: BACH.

(\*) Incluye capital, reservas, provisiones y devengos.

g: Grandes empresas.

p y m: Pequeñas y medianas empresas.

AL: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; ES: España.

## 2. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

Desde el inicio de la crisis, las dificultades de las entidades financieras para obtener liquidez en algunos mercados mayoristas, como el mercado interbancario y el de titulizaciones, se reflejaron en un endurecimiento de los criterios de aprobación de los créditos dirigidos a las empresas (véase el panel izquierdo del gráfico 3). Las

medidas adoptadas por el Eurosistema y los gobiernos propiciaron una cierta estabilización de las condiciones de acceso al crédito a comienzos de 2009, pero lo cierto es que tales condiciones siguen siendo hoy considerablemente más estrictas que antes de la crisis, en un contexto caracterizado, además, por un descenso de la demanda solvente de crédito por parte de las empresas (véase el panel derecho del gráfico 3).

La evidencia disponible sugiere que el impacto de la crisis sobre la financiación bancaria ha sido especialmente severo para las PYME. Como se señala en el capítulo 2 del Informe Anual de la

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Fraser (2005) y Department for Business, Innovation and Skills (2009).

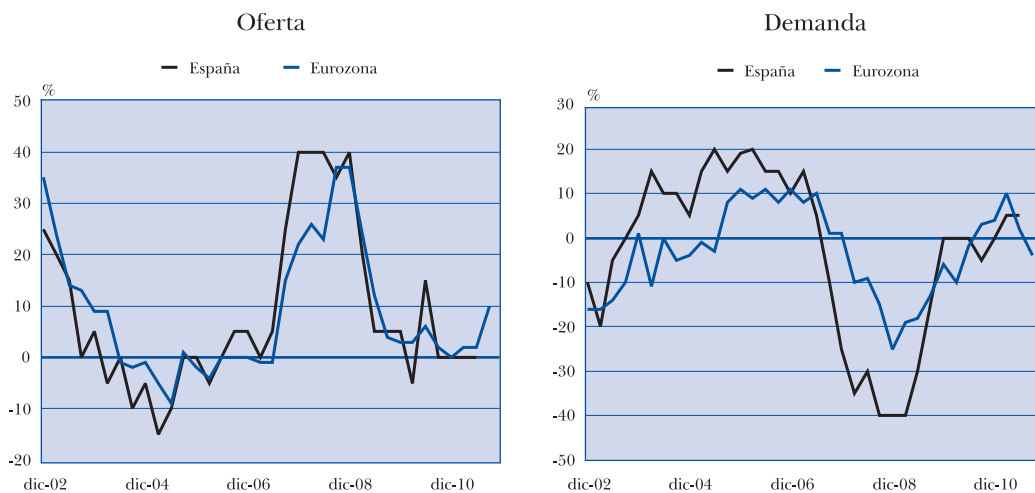




CNMV correspondiente al ejercicio 2010, la evolución del saldo vivo de los créditos concedidos a las empresas no financieras pone de manifiesto que las operaciones de menor tamaño (por debajo del millón de euros) empezaron a caer con intensidad un año antes que las operaciones de mayor tamaño (por encima del millón de euros), sugiriendo un ajuste más temprano en el crédito dirigido a las pymes que en el dirigido a las

grandes empresas. El impacto asimétrico de la crisis también se aprecia en una significativa ampliación de la brecha entre el coste de financiación bancaria soportado por las pymes y las grandes empresas, como se desprende del comportamiento del diferencial entre el coste de los créditos empresariales de importe inferior a un millón de euros y los de un importe superior (véase el gráfico 4).

**GRÁFICO 3. ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS<sup>1</sup>. CRÉDITO A EMPRESAS**



Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España. Datos hasta el tercer trimestre de 2011 para la Eurozona y hasta el segundo trimestre para España.

1. Oferta: un aumento (disminución) del índice señala endurecimiento (relajación) en las condiciones de acceso al crédito respecto al trimestre precedente. Demanda: un aumento (disminución) señala aumento (disminución) de la demanda de crédito por parte de las empresas no financieras. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan cierto aumento x 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso x 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.

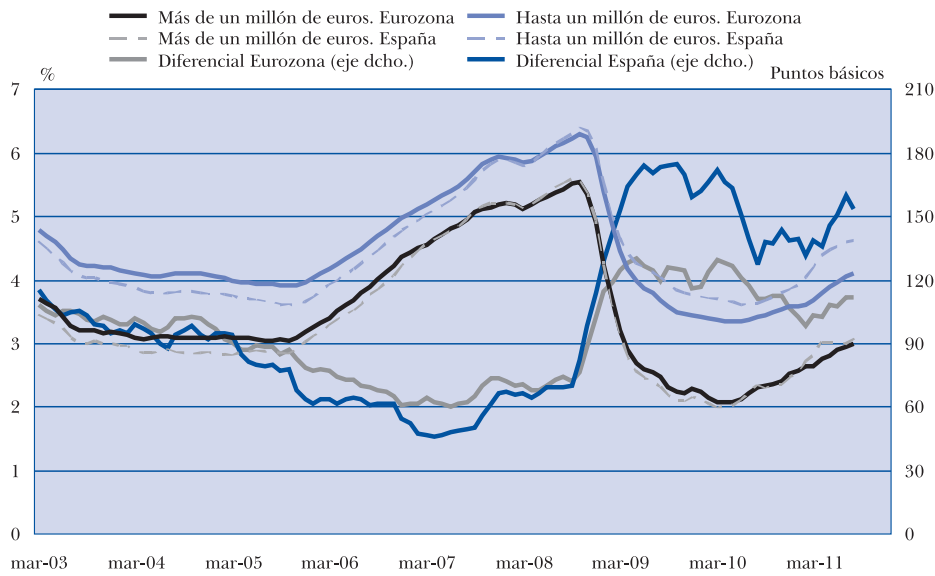
Ante las dificultades de acceso al crédito bancario, las pymes han incrementado notablemente su recurso a los sistemas de aval proporcionados por las sociedades de garantía recíproca<sup>3</sup>. En el caso español, también ha aumentado considerablemente el recurso a programas de crédito ofi-

cial, como los del Instituto de Crédito Oficial. Esta entidad ha reforzado y ampliado su ámbito de actuación mediante la puesta en marcha de nuevas líneas de mediación destinadas a financiar las necesidades de circulante de este tipo de empresas. Con todo, las encuestas más recientes del Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las pymes sugieren que las dificultades para estas empresas todavía no han comenzado a remitir ni en España ni en la zona euro en su conjunto (véase el gráfico 5).

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, European Association of Mutual Guarantee Societies (2010), a nivel europeo, y Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2011), a escala nacional.

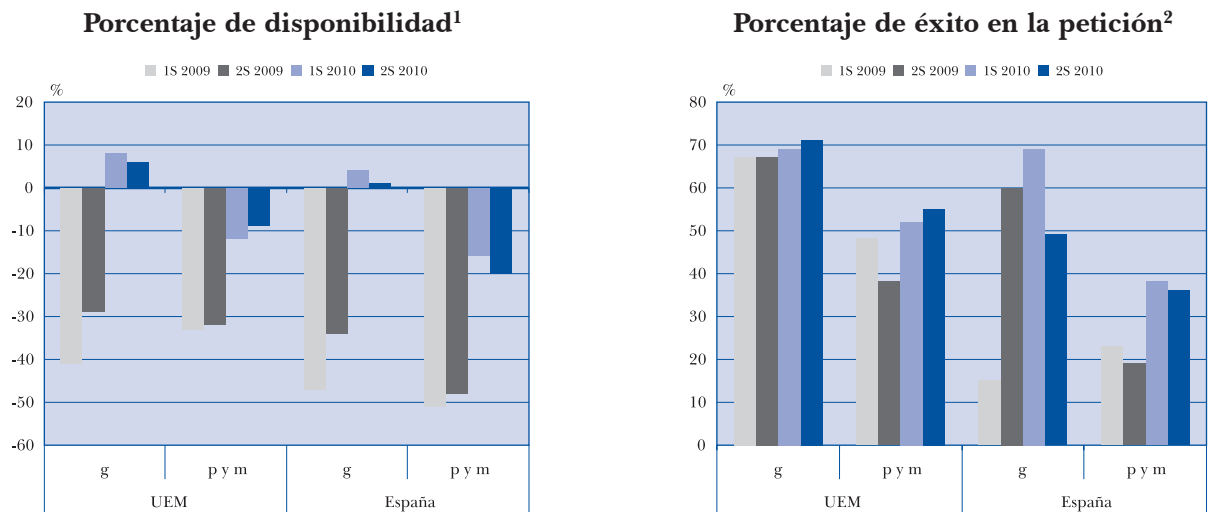


**GRÁFICO 4. TIPO DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS BANCARIOS A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. NUEVAS OPERACIONES<sup>1</sup>**



Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España.  
1. Media móvil trimestral hasta agosto de 2011.

**GRÁFICO 5. INDICADORES DE ACCESO Y DISPONIBILIDAD DEL CRÉDITO BANCARIO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**



Fuente: Encuesta de Acceso a la Financiación de las Pymes de la Eurozona (Banco Central Europeo).

1. Porcentaje de empresas que indican una mejora de la disponibilidad de este tipo de financiación menos el porcentaje de empresas que indican un empeoramiento del mismo.

2. Porcentaje de empresas a las que se les ha concedido completamente la financiación solicitada menos el porcentaje de empresas a las que se les ha denegado.

g: Grandes empresas; p y m: Pequeñas y medianas empresas.

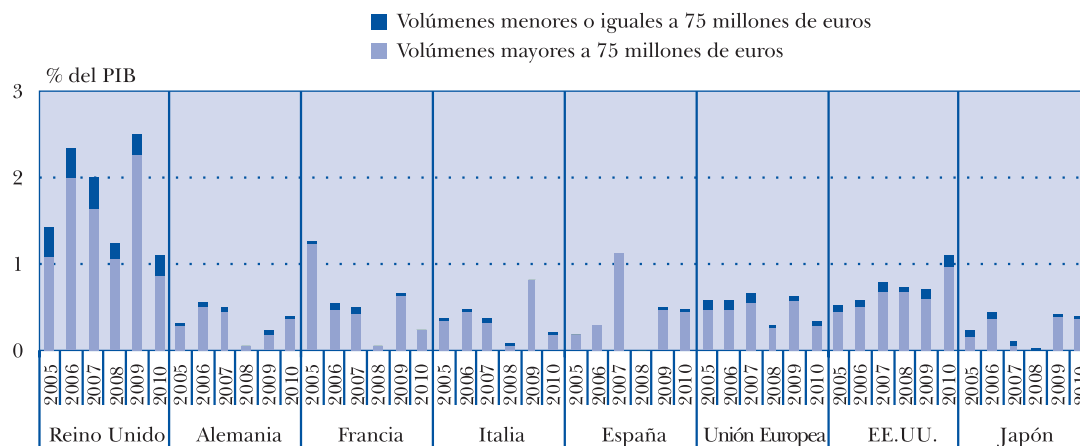


La crisis financiera también ha afectado a otras fórmulas de financiación, como las basadas en los instrumentos de renta variable. En particular, la crisis financiera ha supuesto un drástico descenso de las actividades relacionadas, en sentido amplio, con el denominado *private equity*, incluyendo las actividades de capital riesgo, dirigidas a la participación en el capital de empresas jóvenes con potencial de crecimiento. En Europa, las inversiones de *private equity*, pasaron de suponer el 0,6% del PIB en 2007 a representar únicamente el 0,2% en 2009. En España, estos porcentajes se situaron en el 0,3% y en el 0,1%, respectivamente. Las inversiones de capital riesgo en fases iniciales de proyectos empresariales representaron en 2009 tan sólo el 5% de las

inversiones totales de *private equity* tanto en nuestro país como en el conjunto de Europa.

En cuanto a la captación de capital en los mercados a través de renta variable, la evolución de los mercados bursátiles desde agosto de 2007 no ha favorecido tampoco el recurso a esta vía de financiación. Como se advierte en el gráfico 6, desde el inicio de la crisis, las empresas españolas de tamaño elevado han apelado al mercado bursátil con una intensidad equiparable a la observada en los principales países de nuestro entorno, a juzgar por la evolución de las operaciones de gran volumen. Sin embargo, la captación de recursos en el mercado por parte de empresas españolas de pequeño o mediano tamaño ha sido muy reducida.

**GRÁFICO 6. EMISIONES DE RENTA VARIABLE DOMÉSTICAS SEGÚN TAMAÑO DE LA OPERACIÓN<sup>1</sup>. AMPLIACIONES DE CAPITAL Y SALIDAS A BOLSA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**



Fuente: Dealogic y FMI.

1. Incluye las operaciones en los mercados alternativos.

### 3. RETOS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

Más allá de las dificultades directamente asociadas al impacto de la crisis actual, las pymes afrontan retos estrechamente ligados con algunos cambios de naturaleza muy persistente, que pue-

den modificar las condiciones de parámetros de acceso al crédito bancario por parte de estas empresas.

Uno de los factores a tener en cuenta es la posibilidad de que la recuperación del crédito se produzca con notable lentitud. Así ocurrió en España tras la crisis de 1993 y los datos disponi-



bles sugieren que ésta es también la pauta actual, como se pone de manifiesto, por ejemplo, en el capítulo 2 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2010<sup>4</sup>. Otro factor que puede condicionar notablemente el acceso a la financiación bancaria en el futuro es la implantación del nuevo marco internacional de la regulación prudencial bancaria, conocido como Basilea III. En síntesis, el nuevo marco prudencial exigirá a las entidades de crédito, con carácter general, mantener más capital y de mayor calidad, aumentará la penalización de las actividades de mayor riesgo en términos de capital, establecerá reservas de capital obligatorias, acumulables durante los periodos de bonanza e introducirá requisitos de liquidez y coeficientes de apalancamiento máximo. En este contexto, es previsible que se reduzca la capacidad de intermediación del sistema bancario en su conjunto y parece razonable anticipar que las empresas más pequeñas y aquellas de nueva creación percibirán de manera más directa un mayor rigor en sus condiciones de acceso al crédito, puesto que la inversión en este tipo de empresas normalmente conlleva mayores riesgos y sus pasivos financieros gozan de una menor liquidez que los de compañías de mayor tamaño.

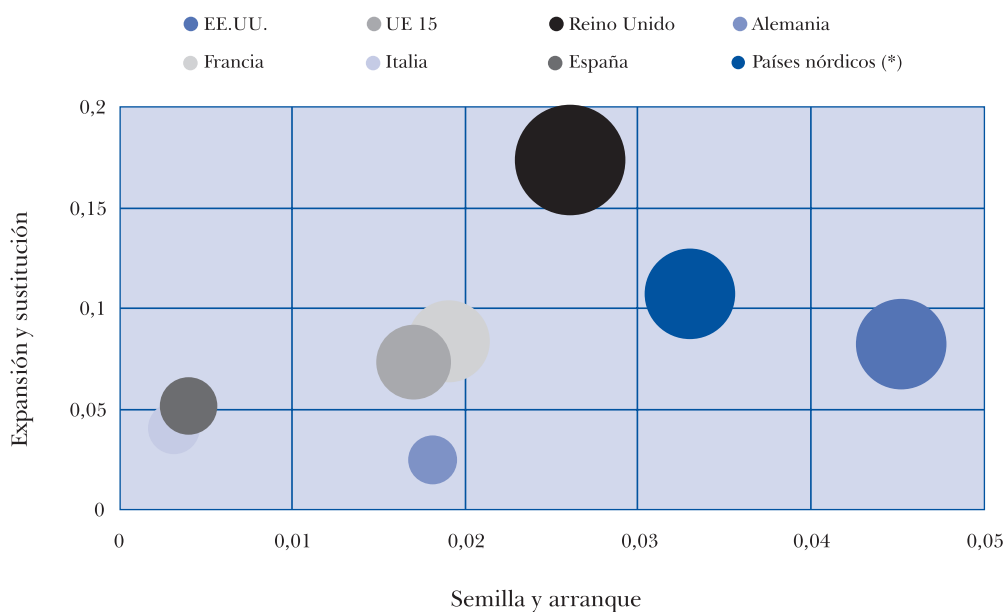
Los condicionantes que se ciernen sobre el futuro de la financiación bancaria hacen que el desarrollo de canales de financiación alternativos para las pymes constituya hoy un reto de primera magnitud. Una de las alternativas cuya potenciación parece más necesaria es la financiación mediante renta variable que, de modo amplio, incluye el capital riesgo y la captación de capital en los mercados de valores. Como se ha indicado, la evidencia disponible sugiere, con carácter general, una escasa predisposición de las pymes hacia este tipo de financiación. Sin embargo, el universo pyme es extraordinariamente heterogéneo y no todas las empresas rechazan incondicionalmente este tipo de financiación. En particular, cuando los promotores de una empresa asumen objetivos de crecimiento relativamente rápido, el

recurso a las aportaciones de capital de nuevos socios puede convertirse en una alternativa adecuada. Estas empresas suelen tener, además, un considerable valor estratégico para la economía en su conjunto por su capacidad innovadora, de modo que la disponibilidad de alternativas de financiación para este tipo de empresas se convierte también en un reto en el ámbito de las políticas públicas dirigidas al fomento del crecimiento económico y el empleo.

El mercado, con el apoyo del sector público en algunos países, ha desarrollado fórmulas de inversión en renta variable más o menos especializadas en las distintas fases de crecimiento de las empresas. Estas fórmulas suelen asociarse con la idea de una escalera financiera (*financial ladder*), cuyo primer tramo recorrerían, con sus propios recursos, los promotores del proyecto empresarial (*fase semilla*), mientras que, en sus tramos más elevados, cuando la empresa fuese capaz de generar beneficios de forma regular, desembocaría en los mercados de valores. En los estadios intermedios, la financiación de las empresas se apoyaría en la inversión de agentes especializados como los denominados *business angels* (fase *start-up* o inicio de la actividad), las entidades de capital riesgo y, en fases de una relativa madurez, otras fórmulas de *private equity*.

En este esquema ideal, el desarrollo y el buen funcionamiento de cada uno de los escalones de financiación genera externalidades positivas para el resto y favorece la continuidad en la financiación de la firma a lo largo del tiempo. Desafortunadamente, las actividades de capital riesgo formal (sociedades y fondos de capital riesgo) e informal (*business angels*) han alcanzado un desarrollo aparentemente insuficiente tanto en España como en el resto de Europa, quizás con la excepción del Reino Unido y los países nórdicos (véase el gráfico 7). Lo mismo puede decirse de los mercados de valores europeos, aunque durante los últimos años, como se comenta a continuación, se ha producido un impulso en el desarrollo de ámbitos de negociación específicos para valores emitidos por PYMES.

<sup>4</sup> CNMV (2010).

**GRÁFICO 7. INVERSIONES DEL CAPITAL RIESGO CLÁSICO<sup>1</sup> EN 2009 POR FASE DE DESARROLLO (% DEL PIB)**

Fuente: Eurostat. El tamaño de la burbuja de cada país es proporcional a la inversión del capital riesgo clásico como porcentaje del PIB en dicho país.

<sup>1</sup>. Incluye los estadios iniciales del *private equity*, es decir, las fases *capital semilla*, *arranque* y otras fases iniciales, además de las etapas *expansión* y *sustitución*. Por tanto, se excluyen las operaciones *apalancadas* (LBO, MBO, MBI y LBU), que suelen concentrarse en empresas más maduras.

(\*) Los países nórdicos incluyen Finlandia, Noruega y Suecia.

La cotización en un mercado bursátil no sólo ofrece la posibilidad de obtener financiación. La decisión de cotizar puede favorecer, además, la resolución de determinados problemas, entre otros facilitar la continuidad al negocio mediante reestructuraciones del accionariado, proporcionar alternativas de desinversión a socios temporales o inducir mejoras en la gestión de la empresa mediante el establecimiento del mercado como elemento de referencia. Una razón frecuentemente aducida por las empresas que deciden cotizar en bolsa es, también, la visibilidad que alcanzan ante sus clientes, proveedores y financiadores potenciales, así como el plus de reputación que obtienen por sujetarse a las reglas de transparencia y conducta exigidas por la regulación.

Durante los últimos veinticinco años, la presencia de empresas de pequeña capitalización en

las bolsas europeas ha sido, en general, reducida. Hubo dos excepciones de vida relativamente efímera que coincidieron, fundamentalmente, con sendos períodos de expansión económica: los denominados *segundos mercados*, a mediados de los años ochenta, y las *nuevos mercados*, en la segunda mitad de los años noventa, coincidiendo con el auge de las empresas de nuevas tecnologías. En ambos casos, las bolsas establecieron ámbitos de negociación diferenciados del primer mercado, sujetos a una regulación más flexible.

Un caso aparte en el panorama descrito es el del Alternative Investment Market (AIM), promovido por la Bolsa de Londres. Creado en 1995, a finales de 2010 mantenía en cotización a 1.195 compañías. Este mercado, que se dirige, principalmente, a inversores institucionales, es un mercado esencialmente autoregulado, a diferencia del primer mercado, que está sujeto a las



directivas europeas. El AIM se ha beneficiado de la visibilidad y de las economías de aglomeración y escala de Londres como plaza financiera internacional, así como del desarrollo de las actividades formales e informales de capital riesgo en el Reino Unido. Su éxito ha inspirado la creación, durante los últimos años, de mercados de características similares como Alternext (Euronext), First North (bolsas nórdicas), Entry Standard (bolsa alemana), TSX Venture Exchange (bolsas canadienses), Growth Enterprise Market (Hong Kong) y otros. En España, siguiendo esta línea, Bolsas y Mercados Españoles (BME) creó en marzo de 2008 un segmento para empresas en expansión en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). A mediados de octubre de 2011 cotizaban en este mercado un total de 17 empresas.

#### **4. ¿CÓMO IMPULSAR LA PARTICIPACIÓN DE LAS PYMES EN LOS MERCADOS DE CAPITALES?**

El resto de este capítulo invita a reflexionar sobre la cuestión que da título al presente epígrafe. Se trata de un debate abierto, cuyo estado de situación actual se intentará resumir. Aunque la discusión puede extenderse en distintas direcciones, se ha optado por centrarla en cuatro grandes apartados: cómo ampliar la base inversora en valores emitidos por empresas de pequeño y mediano tamaño, cómo reducir el efecto de determinadas barreras que dificultan la salida de las pymes al mercado, cuestiones relacionadas con la visibilidad y el tamaño de los mercados para empresas de pequeña y mediana capitalización y, por último, aspectos relacionados con la regulación y la supervisión de este tipo de mercados.

##### ***ATRAER A LOS INVERSORES***

Los incentivos fiscales constituyen uno de los principales ingredientes de las políticas destinadas a estimular la inversión en las pequeñas empresas con potencial de crecimiento, pero con

poco historial. El establecimiento de este tipo de incentivos se justifica, principalmente, con el argumento de que la asimetría informativa entre la empresa y los inversores potenciales es muy acusada en este tipo de compañías, lo que reduce sustancialmente el número de inversores dispuestos a participar en su capital. Sobre la base de que ello supone una limitación socialmente subóptima a la financiación de los proyectos empresariales con potencial de crecimiento en sus primeras etapas, diversos países han establecido esquemas de incentivos fiscales dirigidos a los inversores para facilitar el acceso de las empresas a la financiación externa durante sus primeras etapas de desarrollo.

En Europa, ocho países europeos (Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, Alemania, Luxemburgo, Portugal y Reino Unido) mantenían en 2010 incentivos fiscales destinados a inversores directos en fases tempranas de crecimiento de las pymes, mientras que en Estados Unidos contemplaban tales incentivos un total de 21 estados (EBAN, 2010b). Algunos países, como Reino Unido y Francia, también incentivan fiscalmente la inversión realizada a través de vehículos especializados, en particular determinados tipos de instituciones de inversión colectiva. Dada la experiencia en este tipo de incentivos del Reino Unido, donde se introdujeron por primera vez en 1981, y el hecho de que este país también es el que presenta una estructura de financiación para las empresas en crecimiento más desarrollada, resulta interesante conocer con más detalle el sistema de ayudas fiscales de ese país.

Las bonificaciones fiscales británicas dirigidas a inversores particulares se estructuran en dos programas diferenciados (existe un tercer programa destinado a incentivar la inversión en pymes por parte de otras empresas). El primero se dirige a la 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 mil libras esterlinas anuales por inversor mediante la emisión de acciones ordinarias, con un límite anual por compañía de dos millones de libras. Los inversores no deben tener conexión previa con



las empresas. Éstas deben tener menos de 50 empleados y sus activos no deben exceder de siete millones de libras esterlinas. Las bonificaciones comprenden una deducción del 30% de la inversión anual en la cuota del impuesto sobre la renta, la exención de las ganancias de capital al cabo de tres años y la posibilidad de compensar pérdidas bien contra la deuda tributaria del impuesto sobre la renta bien contra la del impuesto sobre ganancias de capital<sup>5</sup>. Asimismo, se permite diferir la tributación en el impuesto sobre ganancias de capital de las plusvalías obtenidas por otros activos que se reinviertan en acciones emitidas bajo un esquema de este tipo. Las acciones se deben mantener durante un período mínimo de tres años.

El segundo programa bonifica la inversión a través de un vehículo de inversión específico, los denominados Venture Capital Trusts (VCT). Se trata de instituciones de inversión colectiva cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de Londres que distribuyen sus inversiones entre un cierto número de pequeñas empresas. Al cabo de tres años desde su creación, estos vehículos están obligados a invertir, como mínimo, el 70% de su cartera en acciones de pymes no cotizadas en mercados regulados, lo que incluye los valores negociados en el AIM. La inversión en acciones de nueva emisión de estos vehículos, hasta un máximo anual de 200 mil libras, está bonificada con una deducción del 30% de su importe en la cuota del impuesto de la renta del año fiscal en curso, siempre que las acciones se mantengan durante un mínimo de cinco años. Además, quienes inviertan en acciones emitidas por los VCT, nuevas o no, se benefician de una exención en la tributación por dividendos y ganancias de capital. El Reino Unido también contempla incentivos relacionados con el impuesto de sucesiones que tienen un cierto impacto en el AIM.

Los incentivos fiscales en vigor en el Reino Unido están siendo revisados al alza en la actua-

lidad. De hecho, en el caso de los EIS, la deducción de la cuota asociada a la inversión pasó en abril de 2011 del 20% al 30% y, con posterioridad, se ha acordado un incremento de los límites de captación anual de recursos por inversor, que se doblarán en abril de 2012. Al mismo tiempo, el Tesoro británico ha sometido a consulta pública un documento con propuestas de reforma que, entre otras medidas, contemplan la creación de un tercer programa específicamente dirigido a incentivar la inversión en etapas aún más tempranas de la vida de la empresa<sup>6</sup>.

En cuanto a los incentivos fiscales existentes en España, cabe citar, en primer lugar, el tratamiento de las entidades capital riesgo registradas en la CNMV, que sólo deben tributar el 1% en el impuesto de sociedades. Hasta julio de 2011, no existía en nuestro país, a escala estatal, un esquema de incentivos fiscales directos para los inversores. Hasta ese momento, este tipo de incentivos sólo estaba en vigor en Cataluña, Madrid, Galicia y Aragón, para inversiones en valores cotizados en el MAB. En particular, las comunidades autónomas citadas ofrecen una deducción en la cuota autonómica del IRPF del 20% de la inversión en acciones de empresas locales cotizadas en dicho mercado, siempre que se adquieran acciones emitidas en ampliaciones de capital, el inversor no posea una participación superior al 10% del capital social de la empresa y se mantengan las acciones durante un período mínimo de dos años. El importe máximo de la deducción es de 10 mil euros, lo que implica una inversión máxima bonificable 50 mil euros por sujeto pasivo del IRPF.

Desde julio de 2011 se cuenta también con un esquema de incentivos fiscales de alcance nacional, dirigido a la inversión directa de terceros en pequeñas empresas de reciente creación<sup>7</sup>. El

<sup>6</sup> HM Treasury (2011).

<sup>7</sup> Real Decreto-ley 8/2010, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control de gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

<sup>5</sup> Las deducciones por inversión o por compensación de pérdidas con cargo a las obligaciones derivadas del impuesto sobre la renta pueden aplicarse tanto a las obligaciones del año fiscal en curso como a las del año anterior.



beneficio fiscal contemplado consiste en la exención de ganancias patrimoniales en el IRPF por inversión de terceros en acciones o participaciones emitidas por empresas no cotizadas en mercados regulados. Las empresas deben tener, en el momento de la inversión, una antigüedad no superior a tres años y unos fondos propios no superiores a 200 mil euros. Las inversiones con derecho a bonificación no deben sobrepasar los 25 mil euros anuales ni los 75 mil euros en tres años consecutivos. Se exige, asimismo, que los inversores no posean más del 40% del capital en la empresa y un período de tenencia de las acciones de entre tres y siete años. Como se comentaba anteriormente, la norma no excluye a las empresas cotizadas en el MAB, pero no parece probable que les afecte de manera significativa dado el reducido tamaño de las empresas a las que se dirige.

La limitada experiencia en nuestro país en materia de incentivos fiscales a la financiación externa privada para las PYMES, en comparación con otros países europeos de referencia, invita a reflexionar acerca de la conveniencia de este tipo de estímulos y, en su caso, del modo más eficiente de llevar a efecto su aplicación. Esta reflexión está en línea con lo previsto en la Disposición adicional tercera de la Ley 4/2008 que, bajo el título Análisis de nuevas figuras que fomenten la creación de PYMES, contempla la realización de un análisis de las fórmulas existentes en el derecho comparado para fomentar dicha creación y apoyar a los emprendedores, incluyendo el régimen jurídico y fiscal aplicable. De optarse por esta vía, podría ser recomendable establecer un marco general, más allá de las iniciativas concretas que las comunidades autónomas puedan adoptar al respecto. Esta generalización podría favorecer el desarrollo de redes de inversores tanto profesionales (*business angels*) como no profesionales a escala nacional. De hecho, la principal asociación de este sector de inversores a nivel europeo ha solicitado una armonización de los estímulos fiscales entre países de la UE con la finalidad ganar en eficacia, favoreciendo el desarrollo de redes europeas de inversores

con actividad transfronteriza, y evitar posibles distorsiones<sup>8</sup>.

Con independencia del debate sobre la conveniencia de incorporar o no incentivos fiscales, la fiscalidad española de las inversiones en valores emitidos por las PYMES, en particular las dirigidas a valores cotizados en el MAB, admite un cierto margen de mejora si se corrigen determinadas asimetrías que ponen en desventaja a estas inversiones frente a las realizadas en valores cotizados en los mercados secundarios oficiales. Estas desventajas están presentes, sobre todo, en algunos artículos de las respectivas normas del IRPF para residentes y no residentes, donde se establecen previsiones exclusivamente dirigidas a inversiones en valores cotizados en los mercados secundarios oficiales. Así pues, podría considerarse la conveniencia de aplicar un tratamiento fiscal similar en ambos casos.

### **BARRERAS A LA SALIDA AL MERCADO**

Respecto a esta cuestión suelen distinguirse dos tipos de barreras: las culturales y las económicas. Las primeras se asocian a una comprensible falta de familiaridad de muchos emprendedores respecto a los mercados de valores. Lejos de constituir una cuestión menor, esta circunstancia suele traducirse en sesgos desfavorables para la opción de recurrir al mercado. El antídoto básico frente a estos problemas es la información. En su aplicación deberían jugar un papel fundamental tanto los intermediarios financieros relacionados con los mercados de valores y como las sociedades gestoras de los sistemas de negociación.

En cuanto a las barreras económicas, existe un cierto consenso en señalar como las más importantes el coste y la complejidad del proceso de salida a cotización<sup>9</sup>. En España, las ayudas disponibles se dirigen a facilitar la cotización en el MAB. Así, la empresa pública Empresa Nacional

<sup>8</sup> EBAN (2010).

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, el análisis comparativo de los costes de salida a cotización para distintos mercados regulados y alternativos de Kaser y Sciereck (2008).





de Innovación (ENISA), adscrita al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, concede préstamos a dos años, de hasta 1,5 millones de euros, sin intereses ni comisiones, destinados a financiar gastos de salida a cotización en el MAB. En el ámbito autonómico, el Instituto Madrileño de Desarrollo (Imade) ofrece ayudas a fondo perdido de hasta 80 mil euros a las empresas regionales que opten por cotizar en el MAB. En Galicia, el Instituto Gallego de Promoción Económica, puede subvencionar hasta el 50% de los gastos de consultoría o asistencia técnica, con límites de 10 mil euros en los sondeos previos a la cotización y a los 50 mil euros en las ayudas destinadas al proceso de salida al mercado. Finalmente, el Instituto de Fomento de la Región de Murcia ofrece subvenciones de hasta el 45% de los gastos de adaptación para la cotización, con un límite total de 83 mil euros.

El apoyo público puede desempeñar un papel positivo para facilitar la salida al mercado de las pymes. Sin embargo, debería analizarse con cuidado qué tipo de instrumentación se elige para prestar tal apoyo. Así, en principio, los incentivos basados en créditos con condiciones más favorables que los obtenidos en el mercado resultan preferibles a las subvenciones o beneficios fiscales directos porque, desde el punto de vista del uso de los recursos públicos, pueden resultar menos onerosos y más efectivos de cara a inducir comportamientos diligentes por parte de las empresas beneficiarias. Además, los créditos permiten, probablemente, poner a disposición de las empresas más recursos que un régimen de subvenciones. En cualquier caso, al igual que para los incentivos fiscales destinados a los inversores, también aquí puede resultar conveniente establecer un marco mínimamente armonizado que contemple, en el caso de las ayudas concedidas por las comunidades autónomas, tanto los requisitos de acceso a estos incentivos como su contenido.

### **VISIBILIDAD Y DIMENSIÓN DEL MERCADO**

Un mercado que no alcance una masa crítica suficiente en cuanto al número de empresas cotiza-

das puede tener dificultades a la hora de atraer la atención de los inversores. Un tamaño reducido del mercado en términos del número de valores cotizados o de la capitalización y contratación totales puede generar entre los inversores una percepción negativa sobre la liquidez de los valores cotizados. Además, cuanto mayor sea el mercado, mayor será su capacidad para atraer la atención de analistas e intermediarios, esencial para garantizar la consolidación del mercado.

Los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización actualmente existentes en Europa tienen una dimensión esencialmente nacional. Sin embargo, la experiencia sugiere que algunos factores pueden condicionar la capacidad de generar a corto plazo un número suficiente de empresas con potencial para cotizar en un mercado de estas características, entre ellos, el tamaño de la economía, el arraigo del espíritu emprendedor y los incentivos que pueden fomentarlo, el nivel educativo de la población o la inversión en investigación e innovación.

Algunos expertos han recomendado crear una plataforma de negociación de ámbito europeo para este tipo de valores<sup>10</sup>. Una iniciativa de este tipo permitiría superar limitaciones del mercado nacional como las descritas, alcanzaría una visibilidad considerablemente mayor que la de los mercados actuales y fomentaría la inversión transfronteriza en valores emitidos por pymes. Aunque estas propuestas se han formulado originalmente en relación con valores de pequeña y mediana capitalización actualmente cotizados en los mercados regulados, la iniciativa también puede resultar beneficiosa en el ámbito de los mercados alternativos. El principal obstáculo para desarrollarla se encuentra en el hecho de que los gestores de las infraestructuras de negociación europeos compiten entre sí y, en su mayoría, tienen líneas estratégicas ya muy definidas. A pesar de ello, la propuesta anterior tiene un sólido fundamento en el contexto de una política de fomento de la financiación de mercado para las pymes tanto a escala

<sup>10</sup> Véase Demarigny (2010).



nacional como europea y debería ser sopesada por los promotores de infraestructuras de mercado y por las autoridades.

Con independencia del debate sobre el impulso de una plataforma de negociación de dimensión europea, los gestores de las infraestructuras de negociación para valores de pequeña y mediana capitalización deberían seguir promoviendo iniciativas para aumentar la visibilidad del mercado y los servicios que el mismo puede brindar al inversor. En este sentido, cabe destacar una iniciativa reciente de BME en el ámbito de los servicios de análisis. La disponibilidad de una cobertura de análisis independiente suficientemente amplia y plural resulta imprescindible para atraer y mantener el interés de los inversores. Con este objetivo, en septiembre de 2011, BME llegó a un acuerdo con el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) para que este gestione un servicio de análisis, denominado InResearch, que podrá ser contratado tanto por las compañías que cotizan en bolsa como por las presentes en el MAB.

### **REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO**

Las bolsas han desarrollado, a través de los mercados alternativos, ámbitos de negociación específicos para las empresas de pequeña capitalización con potencial de crecimiento. Los mercados alternativos no son mercados regulados en el sentido establecido por la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (Market in Financial Instruments Directive - MiFID) y no están, por tanto, obligados a someterse a la normativa europea aplicable a estos mercados en materia de requisitos de admisión y permanencia. Las normas del mercado las establece su órgano gestor, aunque deben contar con la autorización de la autoridad nacional de supervisión. En general, las normas aplicables en los mercados alternativos son más flexibles que en los regulados<sup>11</sup>, tra-

tando de mantener un cierto equilibrio entre la protección del inversor y la carga de la regulación para las empresas. Por una parte, se tiene en cuenta que las empresas a las que se dirigen estos mercados no siempre están dispuestas a afrontar las obligaciones de transparencia o los costes económicos asociados al cumplimiento de la regulación en los primeros mercados. Por otra, se parte de la premisa de que estos mercados se dirigen a inversores cualificados, sobre todo inversores institucionales, que no requieren del mismo nivel de protección que los inversores minoristas. Desde el punto de vista de los inversores menos cualificados, la separación de este ámbito de negociación respecto a los mercados regulados emite una señal útil, que les advierte de que se hallan ante valores de distintas características en términos de riesgo, especialmente en materia de liquidez, y de que los niveles de protección garantizados por la regulación son también distintos.

En el contexto del proceso de revisión de diversas directivas europeas, actualmente en curso, algunos expertos y la propia Comisión Europea han planteado la posibilidad de ajustar los requisitos de admisión y permanencia para los valores de pequeña y mediana capitalización cotizados en los mercados regulados. En particular, la Comisión Europea incluyó esta cuestión en la consulta pública que elaboró en mayo de 2010 en relación con la revisión de la Directiva de Transparencia, que regula los requisitos de información al mercado de las empresas cotizadas. Entre las medidas contempladas, el cuestionario preguntaba por la conveniencia de extender el plazo de presentación de la información periódica en estas empresas y exonerarlas de la presentación de los informes de gestión intermedios (informes de gestión trimestrales) y otras piezas incluidas actualmente en la información periódica exigible a las empresas cotizadas.

Si se ajustase el régimen de transparencia en los términos considerados en el cuestionario de la Comisión Europea, los requisitos exigidos a los valores de pequeña capitalización cotizadas en los mercados regulados no serían muy distintos de los que actualmente tienen establecidos los mercados alternativos para empresas en creci-

<sup>11</sup> En Sánchez de la Peña (2008) puede consultarse una descripción de la regulación aplicable al MAB español.



miento. Así pues, cabe preguntarse por la conveniencia de una reforma de este tipo en el ámbito de los mercados regulados cuando los mercados alternativos ya ofrecen condiciones similares a las que se pretende introducir. Si se optase por un tratamiento regulador diferenciado entre valores «pyme» y grandes valores en el ámbito de los mercados regulados, parece razonable exigir en aras de la protección del inversor una adecuada señalización de los respectivos segmentos. Sin embargo, no es evidente que, incluso con una señalización adecuada, la percepción de los inversores sobre la liquidez de estos valores o su confianza respecto al nivel de protección del inversor en los mercados regulados vaya a ser significativamente mejor que la concitada actualmente por los mercados alternativos. Una solución probablemente más adecuada que ésta consistiría en preservar los mercados regulados como mercados de máxima calidad en términos de protección al inversor y establecer en la regulación europea otra categoría de mercados para los pequeños y mediados valores que reciban un tratamiento diferenciado, incluidos los mercados alternativos.

La consulta de la Comisión Europea señalada anteriormente también sugería algunas medidas de ámbito transfronterizo que, en este caso, sí pueden tener un efecto positivo para los valores de pequeña y mediana capitalización en los mercados regulados. En particular, cabe destacar el establecimiento de requisitos en el formato de la información que redunden en una mayor comparabilidad de la información financiera, la agilización de la distribución de la misma entre países y la creación de un pasaporte europeo para las entidades especializadas en la provisión de liquidez a los valores cotizados. Estas medidas también podrían aplicarse y tener un efecto positivo en el ámbito de los mercados alternativos.

La regulación europea puede estimular la inversión institucional en valores de pequeña y mediana capitalización, creando, por ejemplo, dentro del marco de la directiva europea sobre instituciones de inversión colectiva, una categoría de vehículos especializada en este tipo de valores. Las instituciones de inversión colectiva

armonizadas de la normativa europea pueden invertir actualmente en cualquier clase de activo financiero, en particular en valores cotizados y no cotizados emitidos por pymes. La creación de una categoría de instituciones de inversión colectiva especializada en este tipo de valores podría favorecer la inversión transfronteriza tanto en el ámbito de los mercados regulados como de los mercados alternativos.

La última observación hace referencia al papel de la supervisión. Como se ha indicado, los mercados alternativos no están sujetos a la MiFID y disfrutan en muchos casos de una amplia autonomía en materia de regulación y supervisión. Sin embargo, la experiencia general en materia de autorregulación y, en particular, la experiencia reciente de estos mercados sugiere que el supervisor público no debería inhibirse en el seguimiento del funcionamiento del mercado y del ejercicio de las funciones supervisoras propias del organismo gestor. En el caso del MAB, junto a las funciones de supervisión encomendadas a los gestores del mercado, la CNMV asume esta tarea de seguimiento como una de sus obligaciones, en la seguridad de que ello contribuye a generar una mayor confianza en el mercado.

## BIBLIOGRAFÍA

- Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2011): «Encuesta sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena. Resultado del primer trimestre de 2011». Disponible en [http://www.camaras.org/publicado/shop/prod\\_42042/estudios/pdf/encuesta\\_finan/2009/informe\\_financiacion\\_pymes\\_primer\\_trimestre\\_2011.pdf](http://www.camaras.org/publicado/shop/prod_42042/estudios/pdf/encuesta_finan/2009/informe_financiacion_pymes_primer_trimestre_2011.pdf).
- CNMV (2011): «Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2010» Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010_web.pdf).
- Demarigny, Fabrice (2010): *An EU-Listing Small Business Act*, Mazars Group, marzo de 2010. Disponible en <http://www.mazars.com/Home/>



[News/Latest-news2/Report-calling-for-an-EU-listing-SBA](#).

Department for Business, Innovation and Skills (2009): SME Business Barometer. Junio 2009. Disponible en <http://www.bis.gov.uk/files/file53003.doc>.

EBAN (2010): «Tax Outlook in Europe. Business Angels Perspective». Disponible en <http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>.

European Association of Mutual Guarantee Societies (2010). Guarantees and the Recovery. The Impact of Anti-crisis Guarantee measures.

Fraser, Stuart (2005): Finance for Small and Medium-Sized Enterprises: A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances. Warwick Business School. Disponible en <http://www.wbs.ac.uk/downloads/research/wbs-sme-main.pdf>.

HM Treasury (2011): «Tax-advantaged venture capital schemes: a consultation». Disponible en [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult\\_condoc\\_tax\\_advantage\\_venture\\_capital.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_condoc_tax_advantage_venture_capital.pdf).

Kaerer, C. y D. Schiereck (2008): «Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public». European Business School. Disponible en [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/33\\_going\\_being\\_public/30\\_studies/Cost\\_of\\_Capital\\_2008.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/30_studies/Cost_of_Capital_2008.pdf).

Sánchez de la Peña, Rafael (2008): «Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles» Boletín de la CNMV, trimestre II 2008. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreII08.pdf>.

## LISTADO DE ABREVIATURAS

AIM:	Alternative Investment Market
BACH:	Bank for the Accounts of Companies Harmonized
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBAN:	European Business Angel Network
EIS:	Enterprise Investment Scheme
ENISA:	Empresa Nacional de Innovación
FMI:	Fondo Monetario Internacional
IMADE:	Instituto Madrileño de Desarrollo
IRPF:	Impuesto sobre la renta de las personas físicas
MAB:	Mercado Alternativo Bursátil
MiFID:	Market in Financial Instruments Directive
PIB:	Producto interior bruto
VCT:	Venture Capital Trust



# SIMPLIFICACIÓN CONTABLE-ADMINISTRATIVA EN LAS MICROENTIDADES: IMPACTO ECONÓMICO Y FINANCIERO

José Antonio Gonzalo Angulo  
Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas  
y Universidad de Alcalá

## RESUMEN EJECUTIVO

La percepción de que las obligaciones contables son un lastre para las sociedades más pequeñas (microentidades) está detrás de las propuestas de simplificación que evalúan los distintos países y la propia Unión Europea (U.E.), y en concreto en la propuesta de una nueva Directiva contable para microentidades cuyo borrador apareció en 2009. En este trabajo se discuten de manera crítica las ventajas y los inconvenientes de las distintas alternativas de simplificación planteadas, midiendo en lo posible los costes que las empresas se ahorran, que son de elaboración y publicidad, y los que pueden sobrevenir por disminuir la transparencia en estas sociedades, que habitualmente se obvian porque las propuestas tienen sesgos ideológicos. La conclusión más importante es que la simplificación debe tener límites, de manera que pueden reducirse las obligaciones de registro e información en las cuentas anuales, pero sería contraproducente, para las microentidades y para la sociedad en general, extender la simplificación a la exención de dar publicidad a las cuentas. Por supuesto, en esta forma de pensar la exención total de llevar contabilidad para las microentidades, que se propugna en Europa por ciertos grupos sociales y políticos de ideología extrema, carece de sentido por los perjuicios que ocasionaría a unas entidades a las que se les exige llevar registros contables y publicitar sus

cuentas en justa contraprestación al privilegio otorgado a los socios de no responder personalmente de las deudas sociales.

**Palabras clave:** Cuentas anuales, Obligaciones contables, Microentidades, Pequeña y mediana empresa (PYME), Publicidad de datos financieros, Simplificación contable, Directivas contables UE.

## 1. EL PROBLEMA DE LA SIMPLIFICACIÓN CONTABLE EN LA UE

La política económica de prácticamente todos los países admite el papel esencial de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) para la creación de empleo y para el crecimiento económico. De esta forma han proliferado, en los últimos lustros, las medidas de fomento de creación de empresas, lo que implica también buscar la forma de hacerlas persistir en el tiempo con ayudas directas e indirectas.

Las más pequeñas entre las PYMES son las llamadas microempresas que, con independencia de los intentos de delimitarlas cuantitativamente, de los que luego se hablará, tienen unas ciertas características económicas que las hacen especialmente protegibles, entre las que se encuentran, singularmente, que son sociedades cerradas en cuanto a su capital (son pocos socios y tienen una cierta estabilidad), los administradores coin-



ciden básicamente con los socios y no tienen acceso a los mercados financieros para encontrar fuentes de financiamiento, salvo ciertos préstamos que consiguen de los bancos para financiar el inmovilizado (con garantía hipotecaria) y el circulante (con garantía pignoratícia de valores o derechos de cobro).

Es de general aceptación que en este tipo de entidades reside básicamente el potencial mayor de creación de empleo en la Unión Europea, la más flexible capacidad de adaptación a las circunstancias económicas cambiantes y una fuerza para la innovación muy relevante. A tenor de estas consideraciones, son entidades con cuyo concurso podrían sortearse las crisis de forma más efectiva y, por ello, deben ser objeto de protección en los órdenes jurídico y económico.

La recomendación de 6 de mayo de 2003 (2003/361/CEE) de la Comisión Europea definió a las microentidades (este es el nombre que se utilizará en lo sucesivo) como sociedades que ocupan a menos de 10 empleados y tienen una cifra de negocios por debajo de un millón de euros o un activo total por debajo de medio millón de euros. En los 27 países que constituyen la Unión Europea (UE), con estos criterios, existen unas 5,4 millones de microentidades con forma societaria dentro de esos parámetros (el 75 por ciento del total), de las que pertenecen a España aproximadamente 0,57 millones<sup>1</sup>. Téngase en cuenta que en estos cálculos no están incluidos ni los empresarios individuales ni otras formas jurídicas como asociaciones sin ánimo de lucro, fundaciones o cooperativas, por no estar sometidas directamente a la normativa europea mercantil de elaboración y divulgación de cuentas anuales.

---

<sup>1</sup> Se ha realizado una búsqueda en la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), que distribuye en España la empresa Informa ([www.informa.es](http://www.informa.es)), incluyendo solo las sociedades activas a finales de 2011. El resto de las cifras correspondientes a empresas españolas proceden también de esta fuente, salvo que se diga otra cosa. Dado que probablemente no estén en SABI los datos de todas las empresas, se procurará en lo sucesivo utilizar cifras en forma de porcentajes, evitando así –en lo posible– dar cantidades absolutas.

Entre las ayudas indirectas a las microentidades merecen especial mención las que tienen que ver con el ahorro de costes en sus relaciones con la Administración Pública, por las obligaciones que ésta les impone. Estos ahorros de costes tienen, casi siempre, componentes adicionales de carácter ideológico que están en el origen y en la justificación de las medidas. En ocasiones estas propuestas surgen en el trasfondo una ideología de tipo liberal para justificar la retirada de controles administrativos en la creación y funcionamiento de estas empresas. En este tipo de concepción política el derecho a crear empresas es innato a la libertad económica, y cualquier control de la Administración Pública, por mínimo que sea, puede considerarse por las partes interesadas que socava dicho derecho fundamental, de manera que ha de evitarse o suprimirse.

En lo que se refiere a las obligaciones contables, la Cuarta Directiva del Consejo, de 25 de julio de 1978 (78/660/CEE), regula la forma de elaborar las cuentas anuales individuales por parte de las sociedades que limiten la responsabilidad de sus socios (anónimas, limitadas y comanditarias por acciones), así como su publicidad para que todos los ciudadanos puedan tener acceso a ellas, y su auditoría, que es obligatoria a partir de un determinado umbral de tamaño aunque los países miembros pueden bajar dicho umbral.

Por su parte, la Séptima Directiva del Consejo, de 13 de junio de 1983 (83/349/CEE), regula la obligación para las sociedades dominantes de presentar, junto con las individuales, cuentas consolidadas si controlan a otras entidades. Esta obligación puede ser matizada por los Estados miembros, eximiendo a grupos que no superen unas determinadas dimensiones.

Supondremos que las microentidades no tienen obligación de consolidar, como sucede en España, por lo que no se tratará ninguna medida relativa a la exención de presentar cuentas consolidadas. No obstante, debe ponerse de manifiesto que, habitualmente, los beneficios que se conceden a las microentidades no se extienden a aquellas que forman parte de grupos que consolidan.



El Consejo Europeo del 8 y 9 de marzo de 2007 subrayó la importancia de reducir las cargas administrativas para estimular la economía de la región, recomendando especial hincapié en las PYMES e identificando la contabilidad y la auditoría como campos, entre otros, donde este ahorro podría tener su plasmación.

Es frecuente, cuando se propone una medida, justificarla con cifras que la apoyen, para lo que se buscan los números que, debidamente presentados, pueden convencer sin lugar a dudas. La Comisión Europea encargó, para tomar la determinación de qué cargas administrativas reducir, un estudio ad hoc (Capgemini, Deloitte y Rambull, 2010:254) que determinó un ahorro posible de cerca de 6.300 millones de euros a escala europea si se tomaban medidas extremas de eximir a las empresas de llevar contabilidad, elabo-

rar cuentas anuales, auditarlas en su caso y hacerlas públicas, lo que podría suponer un ahorro potencial de 1.181 euros de media por microentidad al año.

Con estos datos, a la Comisión se le planteó qué profundidad y extensión dar a la simplificación contable de las microentidades. Las alternativas a seguir como hasta ahora (no cambiar, por tanto, las Directivas contables) son las cinco que se señalan en el CUADRO 1, que van desde eximir a las microentidades de cumplir esas Directivas hasta establecer un régimen simplificado que sea de obligatoria adopción por parte de los estados miembros, lo que llevaría probablemente a una nueva Directiva para las entidades más pequeñas, que sustituiría en estas microentidades a la Cuarta Directiva sobre cuentas anuales de las sociedades.

**CUADRO 1. OPCIONES PLANTEADAS A LA COMISIÓN**

OPCIÓN	DESCRIPCIÓN
0	No cambiar las Directivas
1	Animar a que los Estados miembros utilicen todas las opciones de las Directivas contables, sin introducir modificaciones
2	Eximir obligatoriamente a las microentidades del cumplimiento de las Directivas
3	Opción a los Estados para que puedan eximir a las microentidades del alcance de las Directivas
4	Establecer un régimen contable simplificado obligatorio para las microentidades
6	Modificaciones de las Directivas sin introducir la categoría de microentidades

*Fuente: Comisión Europea, 2009b: 7.*

La decisión tomada por la Comisión, con el apoyo del Parlamento, es la de promulgar una nueva Directiva que obligue a los Estados miembros a establecer un régimen simplificado al que puedan acogerse, de forma voluntaria, las sociedades con limitación de responsabilidad para sus socios que cumplan las condiciones exigidas para ser calificadas de muy pequeñas (microentidades). No obstante, a pesar de que hay una propuesta de Directiva (Comisión Europea, 2009a), subsiste la polémica de hasta dónde se va a llevar en su redacción final la simplificación.

En este trabajo se van a tratar con alguna extensión las consecuencias de establecer ese régimen simplificado, incidiendo especialmente en las de tipo económico-financiero, tanto para las entidades que se puedan beneficiar del futuro nuevo régimen como para los interlocutores de éstas, que serán sus componentes (socios, empleados), sus interlocutores en el mercado (proveedores, bancos...), las propias Administraciones Públicas y el público en general. Aunque sea adelantar conclusiones, que van a ser discutidas más adelante, la deseada simplificación no



puede poner en peligro los beneficios de la transparencia conseguidos hasta el momento, por lo que debe existir un equilibrio muy meditado entre las exenciones contables que se pretenden establecer y los beneficios que se van a conseguir con esta medida.

Esta discusión es interesante con independencia de las decisiones que se vayan a tomar en la Directiva de microentidades, ya que se exponen las ventajas y los peligros de los diferentes sistemas de simplificación, que en forma de opciones se les pueden presentar a los Estados miembros al adoptar las medidas propuestas por la Directiva.

## 2. ¿QUÉ SE HA SIMPLIFICADO HASTA LA FECHA?

Es preciso indicar que los regímenes contables simplificados para microentidades ya existen en algunos Estados miembros de la UE, dentro de la legislación que adopta la Cuarta Directiva, pero con diferente alcance del que se pretende ahora introducir con generalidad para todos los Estados miembros.

Un ejemplo es España, donde dicho régimen simplificado fue establecido en el Real Decreto 296/2004, de 20 de febrero, en el que se preveía para las empresas que no llegaran a cierto tamaño (dos de los tres criterios siguientes: activos por 1 millón de euros, cifra de negocios por 2 millones de euros y 5 empleados de plantilla media anual) simplificaciones optativas que tenían que ver con (Serrano Moracho, 2004:25):

- La llevanza simplificada de libros de cuentas y libros registros fiscales, que incluía un sistema muy ingenioso de diario-mayor para implementar en una hoja de cálculo sencilla, cuando la práctica

totalidad de las empresas utilizan programas contables informáticos.

- La utilización de criterios de valoración y registro simplificados para *leasing* y efecto impositivo.
- La presentación y depósito de cuentas en formatos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias muy simplificados, pero dando información en memoria de las partidas no registradas en el balance (arrendamientos financieros y efecto impositivo).

El primitivo régimen simplificado español estuvo vigente hasta el ejercicio 2007, pero no fue muy utilizado por las microentidades afectadas, a tenor de los escasos depósitos de cuentas anuales que, utilizando estos formatos, se hicieron en los Registros Mercantiles.

Con la aprobación del Plan General de Contabilidad para la PYME por Real Decreto 1515/2007 de 16 de noviembre, que incluía unos criterios específicos para microempresas, el régimen simplificado fue prorrogado, pero ya no incluía disposiciones sobre libros contables o registros fiscales. Un estudio jurídico de la simplificación descrita puede verse en Viñuelas (2010).

Parece que la simplificación contable en arrendamientos financieros y efecto impositivo ha sido un aliciente importante para que las microentidades se decidan por adoptarlo. Las últimas cifras proporcionadas por los Registros Mercantiles muestran una utilización del sistema simplificado bastante relevante, ya que como puede verse en el CUADRO 2 un 13 por ciento del total de sociedades lo han elegido en los últimos ejercicios sobre los que se tiene información, lo que supone una empresa de cada cuatro que tiene derecho a utilizar este régimen lo prefiere.



**CUADRO 2. UTILIZACIÓN DE LOS FORMATOS DE PRESENTACIÓN**

MODELO / EJERCICIO	NORMAL		ABREVIADO+PYME		SIMPLIFICADO		TOTAL depósitos (cuentas anuales)
	Sociedades	peso	sociedades	peso	sociedades	peso	
2008	24.205	3%	730.212	84%	117.487	13%	871.904
2009	21.896	3%	712.661	84%	112.368	13%	846.925

Fuente: elaboración propia a partir de datos de los Registros Mercantiles.

Como en España, Portugal ha tomado una iniciativa de simplificación dentro del alcance de la Cuarta Directiva, promulgando el Decreto Ley 36-A/2011 de 9 de marzo, en el que se prevén reglas especiales que voluntariamente pueden adoptar las microentidades que no lleguen a sobrepasar dos de los límites de tamaño (activo por 0,5 millones de euros, cifra de negocios de 0,5 millones de euros y 5 empleados), que constituyen un auténtico plan de cuentas con criterios de reconocimiento y valoración propios, acompañados de modelos de presentación de balance, cuenta de resultados y memoria con un grado suficiente de simplicidad para que supongan menores costes a las entidades afectadas<sup>2</sup>.

No obstante, hay iniciativas que quieren ir mucho más allá, sobrepasando incluso el consenso alcanzado en la Unión Europea de cara a la futura Directiva de microentidades. Tal es el caso del documento de discusión elaborado en el seno del *Department for Business Innovation & Skills* (2011), del Reino Unido, sobre la simplificación de las cuentas a elaborar por las empresas más pequeñas, donde se aborda la reducción de obligaciones contables, con plena validez fiscal, para cerca de 1,3 millones de compañías que no superan dos de los tres límites fijados (activos por 0,5 millones de euros, cifra de negocios por 0,25 millones de euros y 10 empleados), así como para las empresas sin forma social.

<sup>2</sup> En la página web de la *Comissão de Normalização Contabilística* (CNC) portuguesa puede descargarse copia de toda la normativa relativa a microentidades, en la dirección [[http://www.cnc.min-financas.pt/0\\_new\\_site/NCM/sitecnc\\_NCM.htm](http://www.cnc.min-financas.pt/0_new_site/NCM/sitecnc_NCM.htm)] (acceso el 29 de septiembre de 2011).

Lo destacable de esta propuesta británica no es tanto la simplificación de formatos de cuentas anuales, sino el abandono del principio del devengo en el estado de actividad comercial (antigua cuenta de pérdidas y ganancias) donde en lugar de ingresos y gastos se recogen cobros y pagos, lo que seguramente produce una importante distorsión de las cifras del balance de situación, que en esta propuesta contiene nada más las partidas de patrimonio neto, acreedores, deudores, caja, préstamos y los activos más importantes.

### 3. LA TEORÍA DE LA COMPENSACIÓN ENTRE RESPONSABILIDAD Y DEBER DE INFORMACIÓN

Antes de comenzar con la discusión de los detalles particulares de la posible simplificación para microentidades, es necesario reflexionar sobre el fenómeno de la información financiera que, en todos los países desarrollados, se exige a las entidades empresariales. En concreto sobre su justificación jurídico-económica.

Es posible que si se pregunta a los expertos, haya razones muy diversas que justifiquen esa obligación, como por ejemplo la responsabilidad social de las empresas o la existencia de muchos interesados (desde los propietarios de las mismas a los movimientos ciudadanos o ecologistas, pasando por los empleados o los poderes públicos).

Algunos argumentarían que la necesidad de informar tiene que ver con la implicación econó-



mica y social de la entidad, de forma que surge espontáneamente la necesidad de elaborar la información y de divulgarla a los interesados, cuando la empresa tiene una envergadura económica suficiente. De hecho, en jurisdicciones sin obligaciones contables particulares las empresas importantes también elaboran y difunden estados financieros.

Sin embargo, el origen que en los países occidentales debe darse a la elaboración y difusión de los estados financieros tiene que ver con dos circunstancias, que deben interpretarse conjuntamente:

- 1) La responsabilidad limitada de los aportantes al capital empresarial, quienes solo arriesgan el capital aportado, al contrario que sucede con los empresarios individuales, que responden de las deudas del negocio con todo su patrimonio presente y futuro. La divulgación de información financiera viene a representar la contrapartida que la ley exige a quienes ejercen del comercio, la industria o los servicios pero limitan cuantitativamente su responsabilidad patrimonial, para que quienes se relacionan con ellos puedan conocer, a través de los estados financieros, su situación y ejecución financiera, permitiéndoles evaluar el riesgo que asumen por mantener o conservar las relaciones comerciales.

En los primeros tiempos de las sociedades anónimas, su fundación era un privilegio que el rey o los poderes públicos otorgaban a ciertas personas, como una concesión especial, según relata con detalle J. Garrigues (1976: 408-416). Después, y hasta la actualidad, la fundación está sometida a condiciones legales estrictas de acuerdo, registro, publicidad y capital mínimo que, cuando se dan, otorgan el derecho a limitar la responsabilidad por las deudas.

Sobre la íntima relación entre responsabilidad limitada y derecho a la información puede verse N. Ferguson (2011:145-146):

de una parte, al hablar de la historia de la Compañía Holandesa de las Indias Occidentales como antecedente de las modernas sociedades anónima, relata el derecho de los accionistas a no perder más que la inversión en la compañía; pero de otra cuenta que en 1612, cumplida la primera década de la empresa, los directivos solicitaron del gobierno que les eximiera de publicar las cuentas de la década. Para acabar de relatar el episodio, Ferguson informa de que el gobierno aceptó la petición, con lo que los accionistas no pudieron ejercer su derecho de separación al resultar imposible valorar sus participaciones según los balances, lo que –por cierto– provocó el nacimiento de la bolsa de valores, puesto que los propietarios que querían liquidar la inversión de una sociedad que no se iba ya a liquidar tuvieron que vender los títulos a otros ciudadanos deseosos de convertirse en accionistas.

- 2) La separación entre propiedad y control, tanto más patente cuantos más socios forman la sociedad. Los propietarios tienen una relación de agencia con los administradores que han designado para gestionar la entidad, de forma que la aprobación de la gestión realizada solo puede llevarse a cabo tras conocerla a través de las cuentas anuales, lo que además supondrá la renovación o revocación de los cargos correspondientes.

Al efecto conjunto de los dos factores anteriores, responsabilidad limitada ante deudas y separación entre propiedad y control, en la elaboración y difusión pública de los estados financieros de las empresas se le puede denominar **teoría (jurídica) de compensación entre responsabilidad y deber de información**, que se puede enunciar diciendo que la separación entre propiedad y control exige la rendición de cuentas de los administradores de las sociedades, mientras que la responsabilidad limitada por las deudas exige



como contrapartida la publicidad de la información financiera.

Puede pensarse que, en España, la publicidad de la información por parte de las sociedades que limitan la responsabilidad de sus socios se deriva de la adopción de la Cuarta y Séptima Directivas de sociedades de la UE, pero la obligación es mucho más antigua. De hecho, tal requisito está en el origen de la misma regulación de la constitución de sociedades, como demuestra el hecho de que las compañías anónimas debían publicar periódicamente sus cuentas para general conocimiento, según establecía la redacción primigenia del Código de Comercio de 1885:

*Art. 157. Las compañías anónimas tendrán obligación de publicar mensualmente en la GACETA el balance detallado de sus operaciones, expresando el tipo a que calculen sus existencias en valores y toda clase de efectos cotizables (Gaceta de Madrid, 18 de octubre de 1885, pág. 195)*

Como es de suponer, la redacción primitiva del Código no distinguía por tamaño de sociedad anónima y, aunque versiones posteriores y más liberales de las leyes de sociedades eliminaran el requisito de publicidad para las sociedades, que de nuevo emergería en 1989 con la adaptación de la Cuarta y Séptima Directivas al derecho español, queda demostrado que hay una relación muy estrecha entre limitación de responsabilidad y deber de revelación pública de la información financiera.

Por tanto, la simplificación que se va a discutir a continuación supone –en algunas de las medidas que se proponen– una quiebra de una teoría consistente y extendida que relaciona la exención de responsabilidad y la divulgación de información, y por tanto supone otorgar un privilegio a ciertas sociedades muy pequeñas, del que no gozan ni los empresarios individuales, que no informan pero responden ilimitadamente de sus deudas, ni el resto de las sociedades con limitación de responsabilidad, que la compensan mediante la publicidad de la información financiera a través de los Registros Mercantiles.

#### 4. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA SIMPLIFICACIÓN

Este apartado está dedicado a discutir tanto las ventajas como los inconvenientes que supone la simplificación contable de las microentidades, tanto desde el punto de vista individual como desde el punto de vista económico general.

Para redactar este apartado se ha tenido muy en cuenta, aunque ampliando las circunstancias allí contempladas, el documento de reflexión elaborado por el personal encargado en la Comisión Europea (2009b: 7-9) en el que se resumen los posibles impactos del proyecto de simplificación para las microentidades.

Comenzando con el punto de vista individual de la entidad, la principal ventaja de la simplificación es el ahorro de costes administrativos, que cubre también las etapas iniciales de todas las empresas, puesto que en los primeros años la inmensa mayoría cumplirán los tamaños para quedar eximidas de las obligaciones correspondientes. Este ahorro puede ser total si se exime de llevar contabilidad, y menor si solo se exime de depositar o publicar cuentas anuales o si se arbitran unas reglas de registro y presentación contables más sencillas.

Además, quizá si la exención supone solamente una simplificación de la información contable, los estados financieros elaborados con una normativa más sencilla sean más fáciles de interpretar por los socios, trabajadores y otros usuarios que pertenezcan a la esfera propia de la entidad.

La principal desventaja de la simplificación es la falta de información que supone para los que, relacionados directamente con ella por ser socios o trabajadores, no pueden conocer cómo evoluciona financieramente ni, por tanto, hacer valer sus legítimos intereses. En países como España la falta de publicidad podría llevar a la ausencia total de registros contables, con lo que esto supondría para dirimir litigios entre socios, separaciones, herencias y otros desacuerdos, en los cuales la contabilización regular proporciona un elemento de validez no discutida para dirimir los hechos.



La relajación de las obligaciones de publicar información, en especial, podría hacer caer a los administradores de las microentidades en la tentación de no registrar nada, lo que incidiría negativamente incluso en ellos mismos, que al incumplir la obligación de llevar contabilidad podrían llegar a ser considerados responsables directos de ciertas deudas (por ejemplo en caso de concurso culpable) y, en su caso, inhabilitados para el ejercicio del comercio y la administración de sociedades.

Desde el punto de vista económico general, considerando actores externos a la propia sociedad, la falta de información podría traer los siguientes inconvenientes:

- a) Las relaciones comerciales de la empresa no podrían conocer el estado y evolución del patrimonio y los resultados de la sociedad, de manera que deberían desplegar sus medios para asegurarse de que la microentidad es responsable y solvente, y se pueden establecer o mantener las relaciones comerciales, que normalmente implican un grado de confianza y riesgo.
- b) Los proveedores de capitales a préstamo (los bancos o las instituciones especializadas en financiación como las de *leasing* o *factoring*) sufrirían mayores costes para tomar decisiones y solventar la incertidumbre que supone trabajar con microentidades, sin que las fuentes de información alternativas a las cuentas anuales pudiesen suplir esta carencia<sup>3</sup>. De esta manera se podría esperar un aumento de los costes financieros de los préstamos o,

lo que es igual a estos efectos, la utilización de garantías de reembolso.

- c) Las autoridades fiscales, en la medida que se utilicen cifras contables para la liquidación de impuestos, perderían el control que supone tener la información si ésta deja de ser obligatoria, y en especial si no hay un registro público donde comprobarla.
- d) La función estadística macroeconómica, que se ocupa de recoger informaciones sobre la actividad de las empresas, tendría que utilizar técnicas de estimación menos exactas que la agregación de datos procedentes de las empresas, que además tendrían un coste mayor para poder construirse de una manera insesgada o incompleta.
- e) Las microempresas utilizan personal para llevar la contabilidad y confeccionar las cuentas anuales que hacen públicas. Alternativamente, utilizan los servicios especializados de gestores administrativos, titulares mercantiles, abogados, economistas y otros profesionales contables. No parece desdeñable el efecto que una simplificación drástica de obligaciones pueda tener, en especial si la decisión final es eximir de la llevanza de la contabilidad.

## 5. EL CASO ESPECÍFICO DE LAS MICROENTIDADES ¿QUÉ MÁS SIMPLIFICAR?

En la tesitura de tener que simplificar las obligaciones contables, las posibilidades que se abren son múltiples, y van desde qué empresas incluir en el alcance de la medida hasta qué ahorros se van a inducir vía menores obligaciones de procesamiento de la información o de publicidad de la misma. Para algunos países de la UE también se

<sup>3</sup> Uno de los países europeos más proclive a la simplificación es Alemania. También es un país en el que las microempresas incumplen masivamente la obligación de depositar. De forma paradójica, en las estadísticas de los Registros Mercantiles españoles parece que figuran en uno de los primeros lugares, por su frecuencia, las consultas procedentes de ciudadanos y empresas alemanas, interesándose por datos de empresas españolas con las que desean establecer relaciones comerciales.



ha planteado si eximir a estas entidades de la obligación de auditar o de consolidar, pero estos problemas no se dan en el caso español porque las entidades de la dimensión que se está tratando no están sometidas a estas exigencias.

Por situar correctamente la envergadura del problema, y ver las alternativas, este apartado se va a dividir en tres, dedicados respectivamente a problema de fijar la dimensión de las microentidades, decidir si se exime de la llevanza de la contabilidad, o se introducen simplificaciones relativas a la preparación de las cuentas anuales y fijar la reducción en las obligaciones de publicidad de las cuentas anuales. Como se verá, existen muchas posibilidades y no todas tienen el mismo efecto ni la misma probabilidad de ser llevadas a la legislación positiva.

### 5.1. LOS LÍMITES DE LAS MICROENTIDADES

La fijación de unos límites para acogerse a las ventajas de ser microentidad es muy importante porque determina la población de sociedades que se pueden beneficiar de la medida. Ya se ha citado la recomendación de 6 de mayo de 2003 de la Comisión Europea, que establece a efectos generales que una microentidad tiene menos de 10 trabajadores y, además, tiene una cifra de negocios por debajo de un millón de euros o un activo total por debajo de medio millón de euros. No obstante el acuerdo al respecto es escaso, como ha podido verse por los límites descritos en el apartado 2 para los intentos de los diferentes países.

Probablemente la cifra más sensible de las anteriores es la relativa al número de personas contratadas como media en el ejercicio. En ciertos países de la U.E. donde la concentración empresarial es infrecuente entre las PYMES, como es el caso de España y otros países mediterráneos, la cifra de 10 trabajadores es elevada y quizá la entidad correspondiente pueda ser calificada, en un nivel superior, como empresa pequeña. Por esa razón ciertos países han sugerido rebajar la cifra a 5 trabajadores, lo que supondría disminuir la población beneficiaria. Solo el

70 por ciento de las sociedades de la UE tienen menos de 5 trabajadores (frente al 84 por ciento con menos de 10 trabajadores).

Respecto a las cifras de tamaño expresadas en euros, las últimas propuestas de la Comisión Europea utilizaban los límites de medio millón de euros de facturación y de un cuarto de millón de euros de activo total. En este caso la variación del grupo afectado no es significativa, se tome la decisión que se tome. En el caso de la cifra de negocios, por ejemplo, un 81 por ciento de las sociedades de la Unión Europea facturan menos de un millón de euros, mientras que un 71 por ciento tienen ventas inferiores a medio millón.

Parece, no obstante lo anterior, que los parámetros definitivos manejadas por la Unión Europea son los de no superar dos de los tres límites siguientes, durante dos años consecutivos: 10 trabajadores, 350.000 euros de activo total y 700.000 euros de cifra de negocios. Los porcentajes que se ofrecen a continuación para España están calculados con estos límites, y pueden convertirse en cifras absolutas de microentidades beneficiadas multiplicando por las sociedades activas, que superan ligeramente el millón de entidades.

Por último, cabe plantear cómo combinar los anteriores parámetros. Hay tres posibilidades que se han visto plasmadas en las propuestas:

- 1) La original de la Recomendación, que exige una plantilla máxima y, además, una cifra de facturación o un volumen de activo total máximos. En este caso, para España, un 55 por ciento de las sociedades entrarían en el régimen de microentidades.
- 2) La que consiste en exigir que no se sobrepasen ninguno de los tres parámetros. En tal caso el número de sociedades que podrían resultar eximidas se reduce al 38 por ciento del total.
- 3) La habitual en la Cuarta y Séptima directivas que exige no superar dos de los tres



límites cuantitativos durante dos años. Esta es la alternativa que consigue beneficiar a más entidades, lo que quiere decir que probablemente será la escogida. Así, para España, los beneficios de la contabilidad simplificada afectarían al 66 por ciento de las sociedades de capitales constituidas.

Probablemente la más coherente con la definición de microentidad sea la primera, la segunda es muy estricta y la tercera es la más coherente con la filosofía utilizada por las directivas hace casi cuatro décadas, de ahí que no sea difícil presuponer que será la fórmula elegida en la redacción final de la Directiva.

Debe resaltarse que todas las medidas previstas de simplificación son voluntarias por parte de las microentidades que puedan adoptarlas, de forma que pueden optar por seguir haciendo su contabilidad con arreglo a la normativa del resto de las sociedades, renunciando a su derecho.

No es un supuesto desechable el de renuncia a la simplificación contable. El régimen simplificado que se estableció en España para las microempresas en el año 2004 preveía una reducción muy significativa de las obligaciones de registro contable y presentación de cuentas anuales para las entidades que tuvieran diez o menos empleados, facturaran como máximo dos millones de euros y contasen con un activo total máximo de un millón de euros. No obstante, quizá debido a la falta de incentivos prácticos para su aplicación (Serrano Moracho, 2004) fue virtualmente ignorado por parte de los posibles beneficiarios, que lo utilizaron en una proporción exigua (aproximadamente el 2 por mil de las entidades que tenían derecho).

El régimen vigente de simplificación, adoptado en España por el Real Decreto 1515/2007, de 14 de noviembre, por el que se aprueba el PGC de PYMES y los criterios contables específicos para microempresas, es heredero directo del anterior, de forma que respeta los parámetros de las entidades que se quieran acoger y las simplificaciones ya consignadas en aquel.

## 5.2. SUPRESIÓN TOTAL O PARCIAL DE OBLIGACIONES EN CUANTO A LLEVANZA DE LA CONTABILIDAD

En la propuesta inicial de la Comisión se planteó eximir a las microentidades de llevar contabilidad para propósitos mercantiles, pero esta posibilidad fue muy contestada por una parte de los Estados miembros de la UE, ya que daba al traste con una tradición contable centenaria. La resolución legislativa del Parlamento Europeo de 10 de marzo de 2010, aprobada por la práctica totalidad de los parlamentarios, establece que las microentidades debían seguir estando obligadas a llevar un registro de las transacciones comerciales y la situación financiera de la empresa, lo que es equivalente a exigir la llevanza de libros de comercio.

En algunos países como España la llevanza de libros contables está asociada desde antiguo al ejercicio de actividades económicas, con lo que incluso los empresarios individuales, que responden de las deudas con todo su patrimonio, deben llevar contabilidad conforme a lo establecido en el Código de Comercio. Por esta razón las propuestas de Directiva que se manejan a finales de 2011 han abandonado esta posibilidad y recogido la obligatoriedad de registrar contablemente las transacciones de las microentidades, si bien dentro de un régimen de simplificación importante.

Asumida la obligación de contabilizar, si la contabilidad es simplificada debe aliviarse la llevanza de registros contables y, especialmente, la confección de cuentas anuales. En este sentido se han considerado tres tipos de medidas posibles, que pueden acumularse, siempre considerando que la opción de simplificación corresponde a la entidad, que por tanto puede seguir elaborando, presentando y publicando sus cuentas como si no fuera una microentidad. Estas medidas son:

- a) Eximir del registro de determinadas transacciones, por el coste que puedan suponer de cara a su procesamiento en los sistemas contables, pudiendo sustituirse dicho registro por una nota en la



memoria de las cuentas anuales. Entre las transacciones que pueden ser eximidas de la contabilidad están las operaciones de arrendamiento financiero o el efecto impositivo, por ejemplo. Ambas fueron objeto de exención en el régimen simplificado de las microempresas españolas establecido por el Real Decreto 1515/2007 de 16 de noviembre, obligando a proporcionar información sobre las mismas en una nota de la memoria. No obstante, si se exige información en una nota la elaboración de la misma puede ser también costosa y, lo que es peor, los balances y cuentas de resultados pueden ocultar deudas que ciertos usuarios de los mismos pueden encontrar valiosas a la hora de fijar el riesgo de la correspondiente entidad. También se puede pensar en eximir a las entidades del registro de derivados financieros o de ciertas operaciones financieras, como por ejemplo las garantías concedidas, con el posible efecto de hacer muy opacas las cuentas anuales presentadas y, por ello, de escasa confianza.

- b) Otra posibilidad, que puede convivir con la anterior, consiste en simplificar los criterios valorativos, de manera que la medición de las partidas resulte más fácil para las microentidades. En tal sentido se ha sugerido la relajación del principio del devengo en los gastos o el abandono del valor razonable en las partidas que lo exigen. Una y otra propuesta tienen muy diferente calado, por lo que se comentan a continuación.

El abandono del principio del devengo en los gastos, en aras del principio de caja, deja a las entidades una gran capacidad para determinar el resultado que quieren dar, ya que pueden diferir o anticipar el pago con cierta discrecionalidad. Aunque existen propuestas para cambiar la imposición del resultado a otra de flujos de efectivo, todavía no se ha avanzado demasiado en las técnicas correspondien-

tes y, por tanto, esta posibilidad debe quedar descartada en las partidas más importantes como son materiales y gastos de personal, dejándola reducida a importes más modestos relativos a otros gastos como alquileres, tributos, suministros o servicios.

En las propuestas de la Unión Europea, parece muy probable que sean los gastos descritos los que se eximan de ser contabilizados utilizando el principio del devengo, lo que supone además una simplificación del activo y del pasivo del balance, ya que los denominados «ajustes por periodificación» de activo y pasivo desaparecerían.

El abandono del criterio de valoración del precio de mercado (o valor razonable, en general) de ciertas partidas, y en especial de algunas inversiones financieras, puede ser interesante en aras del ahorro de costes de llevanza, pero algunas microentidades realizan operaciones financieras muy complejas, inducidas por sus asesores financieros o los bancos con los que trabajan, y deberían establecerse excepciones en caso del uso de dichos instrumentos complejos.

La relajación de la obligación de utilizar el valor razonable, que en el proyecto de Directiva sobre microempresas se formula como prohibición de utilizarlo si se utilizan cualesquiera de los beneficios relativos a la simplificación contable, refiere, en principio a la contabilización de los instrumentos financieros, incluidos los derivados. No obstante, podría también hacerse extensiva en la aplicación práctica que se haga en los Estados miembros a otras situaciones, como por ejemplo las operaciones entre empresas del grupo que fueran microentidades o el registro de adquisiciones de activos o a las combinaciones de negocios. La utilización del valor razonable supone, cuando los precios no son directamente observables en el mercado, el manejo de métodos de



valoración o tasación que podrían encarecer de forma importante el proceso de registro contable.

Los proyectos de Directiva sobre microempresas consultados determinan que las cuentas anuales simplificadas deben considerarse como suministradoras de la imagen fiel, de forma que no se pueden dejar de utilizar los principios y normas contables en aras de obtenerla, ni tampoco suministrar información complementaria para conseguirla. Esta cláusula, que en su dicción literal no tiene ningún sentido jurídico ni económico, implica solamente que la imagen fiel no prevalece en las cuentas anuales simplificadas. Probablemente esta limitación sea muy relevante a la hora de realizar las auditorías voluntarias por parte de estas entidades, puesto que el auditor tendrá menos legitimación para informar de situaciones no recogidas en cuentas que, por ese hecho, distorsionen

la utilidad que las cuentas deban proporcionar a los usuarios.

- c) La tercera posibilidad de reducción de cargas administrativas, es la de elaborar cuentas anuales con formatos simplificados, así como dejar de publicar el informe de gestión.

En el Cuadro 3 puede verse una propuesta común, sacada de los borradores de Directiva sobre microentidades que se han examinado, relativa a los formatos simplificados de balance y cuenta de pérdidas y ganancias.

Por lo general, ambos lados del balance tienen un contenido magro, relegado a los principales bloques de activos, pasivos y patrimonio neto, hasta el punto de que en el activo no se separan las inversiones financieras, por ejemplo, y que las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias no separan el resultado de explotación y el financiero.

**CUADRO 3. ESTADOS FINANCIEROS SIMPLIFICADOS**

<b>BALANCE</b>	
<u>Activo</u> - Inmovilizado - Circulante/corriente	<u>Patrimonio neto y pasivo</u> - Capital y reservas - Resultado del ejercicio - Provisiones - Deudas a largo plazo - Deudas a corto plazo
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>	
i) Importe neto de la cifra de negocios ii) Otros ingresos iii) Costes de materias primas y bienes consumibles iv) Gastos de personal v) Correcciones de valor vi) Otros gastos (con criterio de caja, anulando los ajustes por periodificación del balance) vii) Impuestos viii) Resultado del ejercicio	

*Fuente: elaboración propia, adaptada a la normativa española, a partir de los borradores de Directiva sobre microentidades.*





Este conjunto de estados financieros viene completado por unas notas que, para indicar su parquedad, se denominan «a pie de balance», y que vienen a informar sobre compromisos y garantías fuera de balance, créditos y anticipos a los administradores y transacciones con acciones propias, con el mismo detalle que las revelaciones de este tipo exigidas en la Segunda y Cuarta Directivas.

Otra de las exenciones que los Estados miembros pueden utilizar es la referida a la elaboración del informe de gestión, pero en el caso español esta posibilidad ya está contemplada en el régimen de microempresas.

### **5.3. LA SUPRESIÓN DEL DEPÓSITO DE CUENTAS ANUALES**

La tercera y última posibilidad de simplificación se refiere a la publicidad de las cuentas anuales a través de los registros públicos donde se depositan y hacen accesibles a los interesados las cuentas anuales de las sociedades que limitan la responsabilidad de los socios.

Esta exención es de fundamental importancia, dadas las prácticas diversas en los Estados miembros. Así, mientras ciertos países como España han optado por un régimen de transparencia máxima, cerrando los registros a las sociedades que no depositan cuentas, algunos otros Estado miembros, como por ejemplo Alemania, experimentan un incumplimiento significativo del deber de publicidad a través de los registros de las cuentas anuales de las empresas más pequeñas, quizá por causa de que el sentimiento de privacidad de la información contable está muy arraigado en el ánimo de los empresarios.

En alguna de las primeras versiones de la propuesta de Directiva se proponía eliminar totalmente el requisito de depósito y publicidad. Una vez que se el problema ha sido discutido, y se han hecho pesar las razones de ciertos países que temen un descuido generalizado de la obli-

gación de llevanza de la contabilidad si no se cuenta con un mecanismo de refuerzo, se ha llegado en la primavera de 2011 a un acuerdo –probablemente el definitivo– que supone dar la los Estados miembros la posibilidad de eximir de la publicación las cuentas anuales siempre que, al menos, la información contenida en el balance (sic) se presente ante una autoridad competente designada por dicho Estado, que si no es el registro mercantil, deberá enviarla a este. En todo caso, se exime de la publicación directa de las cuentas a las microentidades que se acojan al régimen simplificado.

Es posible que la solución sea satisfactoria para tirios y troyanos, pero lo que significa de hecho es que las autoridades de los países van a contar con la información, pero el público interesado, de ese país o de cualquier otra procedencia dentro de la Unión, no tiene garantizado el acceso a dicha información procedente de las cuentas anuales si la autoridad receptora de la misma, o el registro al que se envíe, no tiene como misión proporcionar a los consultantes tales datos.

Por lo tanto, cabe esperar un escenario de desigualdad relevante en el acceso a la información entre países, lo cual está en contra de la teoría que se ha llamado «del equilibrio responsabilidad-información» y de las ideas de igualdad en el trato a las sociedades que llevaron a la promulgación de la Cuarta Directiva en los años setenta.

## **6. EFECTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS**

La reducción de cargas administrativas es un programa que llevan tanto la Comisión Europea como todos y cada uno de los gobiernos de los Estados miembros, de forma que, planteada una medida de alivio de cargas a ciudadanos o empresas, se utiliza una metodología estándar para evaluar su impacto económico directo, en forma de ahorro de costes directos a las entidades beneficiarias.

No obstante, si se trata de información, la medida de sus consecuencias no puede ser reali-



zada, desde el punto de vista económico, considerando solamente los ahorros directos. Por el contrario, debería utilizarse una medida basada en el coste de oportunidad para la entidad o, alternativa o complementariamente, para todos los grupos sociales afectados por la pérdida de la información, que identificase tanto los beneficios como los perjuicios y su reparto entre dichos grupos. Con esta metodología, la información sobrante sería la que no aportase a la colectividad más utilidad que el coste de elaborarla, lo que se podría medir desde un punto de vista individual de la microentidad o –mucho mejor– desde un punto de vista social, considerando todos los implicados en la privación de la información.

Por ejemplo, frente al ahorro de costes por no elaborar información por parte de las microentidades, que supone mayor incertidumbre para los proveedores de bienes, servicios y capitales, los proveedores de estas facilidades de producción podrían reaccionar subiendo los precios de suministro o requiriendo mayores garantías en el pago. Este efecto tiene su origen no solo en el mayor riesgo que asumen en las transacciones, sino también en los costes que se pueden originar por acceder a la información sobre el cliente mediante la elaboración de informes o la compra de datos referentes al mismo, que sustituyan a las cuentas anuales. Sobre la importancia de los datos financieros para la gestión del riesgo en PYMES en Europa pueden verse las cifras que aporta el trabajo de Arruñada (2011), que también se extiende analizando otras externalidades positivas de la información financiera de estas entidades.

Desde el punto de vista colectivo, la privación de información puede dejar sin posibilidades de conocer datos relativos a la microentidad a usuarios de las administraciones públicas, de sindicatos o de otros grupos interesados en la evolución de las entidades. Las estadísticas públicas en los países más pequeños de la UE se elaboran a partir de las cuentas anuales depositadas de todas las empresas y entidades que realizan actividades económicas.

En este apartado se van a resumir, en primer lugar, los estudios de ahorro de costes administrativos que han aparecido con referencia a la UE y a España, para después tratar brevemente, y también con referencia a la situación española, los mayores costes que la falta de información puede suponer para la entidad y los demás usuarios de la información.

### **6.1. LAS MENORES CARGAS POR LA SIMPLIFICACIÓN CONTABLE**

Ya se ha mencionado el hecho de que los organismos de la UE encargaron un detallado estudio de los costes que se podrían evitar a las empresas por suprimir determinadas obligaciones derivadas de las Directivas de sociedades, desde el informe de los expertos en las aportaciones no monetarias o las fusiones al depósito de las cuentas anuales.

Aunque el estudio de Capgemini, Deloitte y Rambull Management (2010) deja mucho que desear en cuanto a la metodología seguida, no hay duda de que realizaron un esfuerzo monumental para recolectar datos y extrapolarlos a la realidad de los 27 países de la Unión. Si se examinan las cifras país por país seguramente tienen bastantes lagunas y errores, pero las medias obtenidas por cada una de las «cargas» que se estudiaron pueden tener cierta verosimilitud.

En el CUADRO 4 se resumen los datos relativos a las estimaciones del coste adicional de formular cuentas anuales, partiendo de la hipótesis de que se llevan registros contables, y cumplir los requisitos de publicidad exigidos por la Cuarta Directiva. Las estimaciones de coste siguen una metodología estándar, que se basa en suponer un ahorro de tiempo de trabajo interno y externo (consultoría) y unos precios aplicables al uno y al otro. Es evidente que los rangos de valores de los diferentes países son muy amplios, pero la cifras representativas (media o mediana), pueden servir para establecer conclusiones generales válidas para el conjunto de los Estados miembros.

**CUADRO 4. COSTE DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR CUENTAS ANUALES Y PUBLICITARLAS**

	<b>Micro</b>	<b>Pequeñas</b>	<b>Medianas</b>	<b>Grandes</b>
Cifra de negocios (€)	≤ 1.000.000	≤ 8.800.000	≤ 35.000.000	>35.000.000
Activo total (€)	≤ 500.000	≤ 4.400.000	≤ 17.500.000	>17.500.000
Empleados	≤ 10	≤ 50	≤ 250	>250
Rango de coste (€)	159 – 2.156	210 – 8.588	898 – 9.784	823 – 46.120
Media (€)	1.181	2.160	2.490	10.827
Mediana (€)	1.107	1.310	1.332	3.262

Fuente: Capgemini, Deloitte y Rambull Management, 2010: 254.

Este estudio adolece de una cierta parcialidad, porque está hecho desde el punto de vista de las empresas, sin tener en cuenta otros costes a los que se dedicará el siguiente subapartado.

Por lo que se refiere a la situación española, el estudio a escala europea adolece de problemas evidentes, ya que sitúa a España en unos costes prácticamente insignificantes, ente los más bajos del rango de las microempresas, por lo que se ha tenido que utilizar otra fuente. En concreto, un estudio encargado por el Consejo General de Colegios de Economistas (2011) que estimaba el efecto, en términos de costes directos, que la elaboración y publicación de las cuentas anuales suponía para las microentidades españolas. El estudio suponía, por tanto, que la empresa ya había asumido el coste de llevanza de la contabilidad, y que se discutía la elaboración formal de las cuentas anuales y su publicidad.

El estudio es una mera aproximación, y no explica con detalle la metodología seguida (salvo que toma datos de varias comunidades autónomas), si bien puede considerarse una réplica del anteriormente citado para la realidad de las sociedades españolas de tamaño muy pequeño. Sus conclusiones son:

- Los costes directos asociados a economistas y asesores fiscales ascienden a una media de 636,19 euros por sociedad (rango entre 250 y 1.050 euros).
- Los costes asociados al depósito de cuentas en el Registro Mercantil y a la publi-

cación en el Boletín Oficial del Estado ascienden a una media de 50,26 euros por sociedad (rango entre 47 y 54 euros).

- La media de la suma de estos costes sobre la cifra de negocios de estas empresas es el 0,058 por ciento.

Con independencia de los problemas de medida que haya en un estudio seguramente precipitado y poco riguroso, la falta de significatividad de estos costes para las sociedades afectadas sugiere volver a los argumentos iniciales de este trabajo, en los que se afirmaba que el gran interés por reducción de cargas contables tiene motivaciones extra-económicas, que en los debates al uso se revisten de invocaciones a la libertad de empresa y a lo importantes que son estas microentidades para conseguir la estabilidad económica de un país y mantener el empleo.

En el presente trabajo se han discutido otras posibilidades, y singularmente la simplificación contable (exención de registros como por ejemplo los arrendamiento financieros, cuentas anuales con menos partidas, reducción de las notas de la memoria...). En el estudio de Capgemini et al (2010) se evalúan también los ahorros de costes derivados de algunos de estos supuestos, pero la calidad de los datos no es tan confiable como para servir de base en una evaluación rigurosa. Por esta razón no se van a reflejar aquí las cifras resultantes, que en todo caso son muy poco importantes desde el punto de vista relativo.



El ahorro derivado de no registrar transacciones complejas no tiene tanto que ver con la reducción de costes sino con la significatividad derivada de las cifras. No parece que sea muy relevante para los usuarios de las cuentas anuales conocer la cifra de impuestos diferidos a largo plazo, utilizando el método del efecto impositivo, ni el valor actual de las deudas por arrendamiento financiero que pudieran aparecer en el cuerpo principal del balance. Estas informaciones se pueden dar de forma resumida a través de notas, recogiendo los datos más importantes sin tener que elaborarlos demasiado, de forma que no se tenga que recurrir a expertos contables cuyo coste si es importante para la microentidad.

Un interesante estudio de B. Arruñada (2011) aboga, entre otras cosas, por recurrir a la comunicación telemática de los datos financieros, lo que reduciría hasta dejarlos casi en simbólicos los costes de publicación de las cuentas si los Registros correspondieran bajando las tasas de depósito, puesto que el coste de almacenar la información recibida en archivos electrónicos es insignificante. En este trabajo se insinúa que el movimiento a favor de la menor transparencia contable de las empresas más pequeñas puede tener que ver con objetivos de opacidad fiscal por parte de sus defensores.

## **6.2. LA OTRA CARA DE LA MONEDA: LOS PERJUICIOS DE LA SIMPLIFICACIÓN DESMEDIDA**

Como ya se ha comentado, es muy difícil mantener que una medida tal como la exención de elaboración y publicación de cuentas anuales exigida por la Cuarta Directiva solo ahorra costes, por lo que siempre saldrá bien parada en un juicio económico. Todo análisis riguroso, en economía, debe conjugar los beneficios con los costes asociados a ellos. Y en este caso, como en todos los demás, los hay. En este subapartado se va a tratar de los más relevantes, que probablemente surjan de modo inmediato, que se derivan de la falta de información y repercuten desfavorablemente en la empresa. En el subapartado siguiente se abor-

dará el efecto en otros grupos sociales interesados en la información empresarial y afectados por su eventual ausencia.

Desde el punto de vista interno, las empresas que no llevan contabilidad, o la llevan de forma insuficiente o defectuosa, sufren la falta de información tanto en el ámbito interno (para la dirección) como en el externo (fundamentalmente para el mercado financiero).

La contabilidad es, ante todo y fundamentalmente, un sistema de control de los activos y las deudas de la empresa. Este control, que abarca fases de reconocimiento, valoración e información periódica, es imprescindible en cualquier unidad económica, se trate de una empresa comercial, de una cooperativa, de una comunidad de vecinos o de una familia. Relegar el control económico, mediante la contabilidad, a la dudosa categoría de carga administrativa es como calificar el exceso de velocidad en las ciudades exclusivamente como una falta contra el deber de ahorro energético, ignorando cualquier otra ventaja que conlleve.

Los estudios empíricos, algunos de ellos citados en este trabajo, establecen que las empresas que elaboran por ellas mismas la contabilidad son las que más la usan para tomar decisiones, y por tanto quienes más las valoran como bien irremplazable. El conocimiento del empresario o del gerente, su excelente memoria y buen trato con clientes y proveedores no pueden sustituir funciones tan esenciales como el control de almacenes para evitar fraudes y la vigilancia de las cuentas bancarias para evitar situaciones de iliquidez.

Si la simplificación contable para las microentidades supone prescindir de llevar libros de cuentas se verían afectadas relaciones internas muy importantes entre los agentes que contribuyen a la creación y mantenimiento de esas sociedades, lo que contribuiría negativamente a su gobernanza: los socios podrían empezar a desconfiar de los administradores, los administradores recelarían de los encargados, y éstos del personal a su cargo. Los socios no podrían saber si sus intereses en el capital permanecerían,



aumentarían o se habrían visto reducidos. La valoración para la venta de acciones o participaciones estaría basada en intuiciones más o menos fundadas. Las herencias o la liquidación parcial o total de la sociedad debería fundarse en información recolectada sin metodología ni sistemática, y los posibles conflictos societarios se extenderían a muchas operaciones societarias.

En otras palabras, las cifras contables ayudan a dirimir conflictos de agencia en la empresa, a la que se considera en ciertas concepciones doctrinales como un conglomerado de contratos o compromisos entre sujetos/grupos participantes, con problemas de control recíproco que dirimen gestionando la información que necesitan, para lo cual analizarán el coste de obtenerla frente a los beneficios que pueda reportarles (teoría de los costes de transacción).

Si la simplificación contable implica la falta de publicidad de las cuentas anuales, como ésta se concibe en la actualidad, los perjudicados podrían ser los clientes, los acreedores y los proveedores de capital, porque no tendrían posibilidad de analizar la situación y comportamiento de las entidades, lo que perjudicaría sus relaciones comerciales o financieras, o ambas al mismo tiempo. A estos grupos hay que sumar el de los trabajadores de la entidad. No es habitual que ninguno de estos grupos tengan posibilidad de exigir la información que necesitan, lo que implica que recurren a los estados financieros con propósitos generales que pueden obtener con poco coste de los registros públicos. A la postre, el posible recelo de la información suministrada, que carecería de la cualidad de pública y general, lo que implica que incorpora un cierto compromiso por parte de los administradores que la elaboran y hacen pública, cortaría las posibilidades de relación o tendría que hacer uso de otros medios –quizá más costosos que la misma publicidad– para satisfacer la necesidad informativa.

Por último, el diagnóstico es distinto en caso de que la simplificación supusiera la reducción de la carga informativa actual, quedando garantizado un mínimo que pudiera satisfacer las necesidades generales. Los que no tengan posibilidad

de pedir más información tendrían la esencial para tomar sus decisiones, mientras que los que pudieran recabar datos o explicaciones adicionales contarían con la garantía de que la nueva información debería ser congruente con la publicada previamente.

Desde el punto de vista externo, la desventaja patente de la falta de información es que los que se relacionan con la microentidad exenta de según qué obligaciones contables, van a considerar que la falta de información aumenta el riesgo derivado de sus relaciones, para paliar el cual deben obtener dicha información (en la medida que sea imprescindible para tomar sus decisiones) invirtiendo recursos.

Una buena parte de los documentos que hablan de microentidades desprecian este coste, porque piensan que la información de las microentidades no es útil a los usuarios, lo que viene rebatido por las opiniones de éstos, como se verá en el subapartado siguiente. Por lo tanto, la falta de información ahorra costes a las entidades puesto que no tienen que difundirla, pero puede aumentar las de quienes usan la información para conformar opinión y tomar decisiones.

El caso más patente es el del mercado financiero. Las microentidades utilizan extensivamente a las entidades de crédito como proveedores de capital (descuentos, anticipos, préstamos y créditos) y de servicios (gestión de cobros, garantías financieras, asesorías de inversión, etc.), y sus relaciones con los bancos están mediatizadas por la consideración que estos tengan de sus administradores y la gestión que realizan.

Parece lógico que, en ausencia de información, las relaciones con los bancos estén sometidas a mayores cautelas si falta información financiera, lo que provocará reticencia o negativa a realizar determinadas transacciones, o bien aumentos de precios en los servicios o en las tasas de interés aplicadas, para contrarrestar tanto el riesgo como el mayor coste de obtener la información que se le hurta por vías de la exención.

En el tema concreto del comportamiento de las tasas de interés aplicadas por las entidades de crédito a las empresas, según su tamaño, no hay



una teoría generalmente aceptada, pero los trabajos empíricos suelen ser bastante coincidentes en sus conclusiones. Segura y Toledo (2003), en un trabajo ya clásico con datos de la década de los 90, encontraban que las empresas más pequeñas (menos de 20 empleados) estaban menos endeudadas que las medianas, pero tenían un coste de la deuda mayor, derivado de la aplicación de mayores primas de riesgo por los bancos; además utilizaban en mayor medida la deuda a medio y largo plazo. Otero et al (2007) encuentran que, entre las empresas pequeñas en la Comunidad gallega, las más rentables tienen mayor acceso al crédito, y además están más endeudadas.

García Tabuenca, Merino y Rubio (2002) estudian para la década de los noventa los problemas financieros de las PYMES, justificando las ayudas del sector público en forma de subsidio de intereses o aportación de garantías, para solventar la circularidad de su enfrentamiento con el sistema financiero. Su estudio estadístico coincide con los trabajos anteriormente citados en el mayor endeudamiento de las pequeñas empresas y de las microempresas, especialmente en el medio y largo plazo.

Con el ánimo de actualizar los datos, se solicitaron a la Central de Balances del Banco de España las estadísticas comparativas del periodo 2005-09 sobre las variables que determinan el coste financiero, tal como se recoge en el Gráfico 1. Con independencia de que durante este periodo, concretamente en 2007, se produce un importante cambio de tendencia en la coyuntura económica, las empresas pequeñas (con menos de 50 trabajadores) tienen una rentabilidad sensiblemente menor que las medianas y grandes, así como una menor generación de fondos, especialmente en los últimos años. Por otra parte, las empresas pequeñas tienen efectivamente un menor acceso al crédito bancario y un coste financiero sensiblemente mayor. Los gráficos parciales demuestran una jerarquía bastante

clara en el comportamiento de las entidades en función de su tamaño, cuanto más pequeña es la empresa menor rentabilidad, menor generación de recursos y mayor coste financiero.

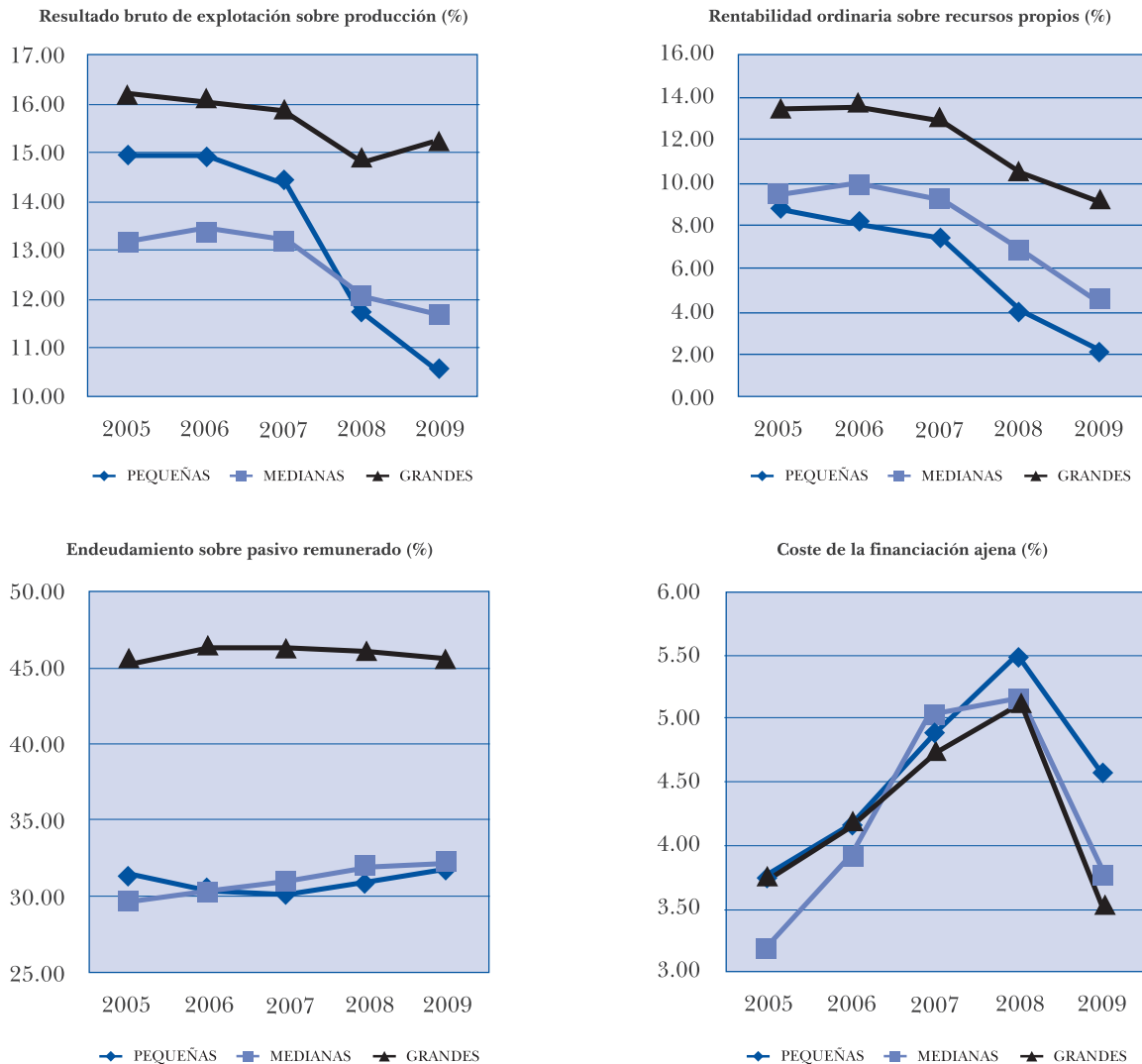
En estas condiciones, la falta de información indispensable de las entidades más pequeñas debería producir dos efectos inmediatos, el primero es la utilización de garantías colaterales para la consecución de préstamos bancarios y el segundo un incremento del precio de la deuda, puesto que la entidad de crédito soporta mayores costes de información y, adicionalmente, percibe mayor riesgo en sus transacciones financieras con las microentidades.

García Tabuenca y Crespo (2010) estudian el efecto de las garantías y del apoyo público a las PYMES. Aparte de coincidir en sus conclusiones con buena parte de lo indicado anteriormente, encuentran que la existencia de garantías no tiene un reflejo en el abaratamiento del crédito, y que son las empresas más rentables y endeudadas las que recurren a los sistemas de garantías (avales de las sociedades de garantía recíproca y líneas especiales de financiación del Instituto de Crédito Oficial).

Las siguientes palabras de Otero et al (2007: 417) no solo resumen su trabajo, sino una buena parte de las conclusiones que se han tratado de demostrar con los párrafos anteriores:

*Se ha comprobado que la existencia de garantías y oportunidades de crecimiento actúan como un paliativo de las restricciones financieras que sufren las Pymes, motivadas en gran medida por su falta de transparencia, lo que provoca que las entidades financieras les racionen el crédito y, además, les exijan mayores primas de riesgo.*

Con estos antecedentes, tiene un riesgo de incoherencia notorio cualquier posición que predique las bondades de la falta de información de las empresas que operan en los mercados de crédito para obtener financiación, sean del tipo y tamaño que sean.

**GRÁFICO 1. ESTRUCTURA, RENTABILIDAD Y COSTE FINANCIERO (POR TAMAÑO)**

PEQUEÑAS: hasta 50 trabajadores

MEDIANAS: 50-250 trabajadores

GRANDES: más de 250 trabajadores.

Fuente: elaboración propia a partir de datos solicitados a la Central de Balances del Banco de España.

### 6.3. LA OPINIÓN DE LOS AFECTADOS

En una amplia encuesta hecha por la Comisión Europea, sobre las posibilidades de modificación de la Cuarta Directiva, se preguntó si había posibilidad de eliminar la obligación de preparar cuentas anuales para las empresas medianas o pequeñas: los usuarios que contestaron estaban fuertemente en contra de tal alternativa (véase

Comisión Europea, 2009c:11). Solo el grupo de elaboradores estaba a favor de la medida, que no fue apoyada por reguladores, auditores y usuarios.

Aunque puede que haya habido poco tiempo para hacer estudios académicos profundos, no hay evidencia de las ventajas netas que aporta la simplificación por el momento. En un artículo



donde se examina la situación en Rumanía, a través de una encuesta hecha en 2010 a expertos que elaboran cuentas en las empresas que mayoritariamente cumplen la definición europea de microentidades, no se pudo verificar ni la hipótesis de que los requisitos contables de la Directiva son muy complejos ni la de que cumplirlos trae consigo una carga administrativa importante (véase Neag, Masca y Pascan, 2010). Sin embargo esas asunciones son básicas para justificar todo el movimiento a favor de la simplificación.

El Consejo General de Colegios de Economistas de España (2011), a través de una nota mimeografiada, concluyó negativamente sobre la conveniencia de eliminar criterios de publicidad de las cuentas anuales de las microempresas, porque comprometía la protección e información de interesados y acreedores, aunque se pronunció favorablemente por un régimen simplificado que conservara la obligación de elaborar cuentas y darles publicidad por los cauces habituales.

En un estudio basado en encuestas entre empresas de menos de 10 empleados en Extremadura, Milanés y Teixeira (2006) concluyen que los empresarios de este tipo de entidades valoran más la contabilidad y la información contable si la elaboran ellos mismos que si la externalizan a profesionales que les ayudan a cumplir los requisitos legales de preparación y presentación. No obstante, utilizan más y mejor, porque seguramente es más confiable, la contabilidad «extraoficial», es decir la que no sirve para cumplir los requisitos legales. También concluyen que los gestores de las microentidades ven más utilidad en la contabilidad a medida que las empresas van siendo más grandes. Con todo, estos autores achacan parte de la inutilidad de la información contable elaborada a la propia falta de cultura financiera de los gestores, que conciben las obligaciones contables más como carga que como inversión en información útil.

En definitiva, es posible que en el sentir de los responsables de las empresas más pequeñas se encuentre devaluada la contabilidad, considerada como una carga pesada impuesta por la legis-

lación e inútil. En muchos casos este sentimiento va mezclado con la percepción de la contabilidad como un instrumento al servicio de la Hacienda Pública, lo que puede elevar exponencialmente el rechazo.

No obstante, se esgrimen la contabilidad y los datos o estados contables en casos de disputa interna (entre socios, con los trabajadores, con los clientes o proveedores) como elementos de prueba, y las cuentas anuales aprobadas como reflejo de una realidad sobre la que se proyectan las demandas económicas o los litigios. En verdad, este tipo de pruebas son, por lo general, irremplazables en tales circunstancias. La pérdida de la información contable, o su falta de disponibilidad, introducirían desequilibrios importantes para resolver necesidades y conflictos de las partes en juego en las microentidades.

## 7. CONCLUSIONES

Este trabajo ha pretendido abordar el problema de la simplificación de las obligaciones contables para las microentidades, debido a la voluntad decidida de la Unión Europea de emitir una Directiva para este tipo de sociedades, que modificara la Cuarta Directiva, en vigor desde 1973, a fin de que la simplificación redujera los costes administrativos de las entidades afectadas por dicha regulación.

El problema no se centra en si aprobar o no la simplificación, puesto que parece haber un consenso prácticamente unánime que defiende la misma, sino en cuál debe ser el alcance de las reducciones en las obligaciones actuales de las sociedades más pequeñas que han escogido un régimen de responsabilidad limitada de sus socios. Para elaborar los razonamientos se ha partido de la teoría de la compensación entre responsabilidad y deber de información, que establece que la publicación de información contable en sociedades limitadas o anónimas es la justa compensación a la concesión del derecho a los socios de no responder con su patrimonio de las deudas contraídas por la sociedad.





Si se parte de esta posición doctrinal, no está justificada ni la exención de llevar libros contables, ni la de elaborar cuentas anuales ni la de dejar de someterlas al mecanismo de publicidad que prevea el Estado miembro, para asegurar que las cifras fundamentales de su posición y actividad financieras estén a disposición de los interesados.

Otro problema muy distinto es el de la simplificación de los registros y de la reducción del contenido de la información proporcionada a través de las cuentas anuales, donde cabe una variada gama de soluciones, como por ejemplo:

- Eximir del reconocimiento y registro de determinadas operaciones o situaciones (por ejemplo las deudas por arrendamientos financieros).
- Elaborar reglas de valoración más simples y fáciles de aplicar (por ejemplo prescindir del uso del valor razonable). En algún caso, siempre que las consecuencias no fueran significativas, podría prescindirse para ciertos gastos de utilizar el principio del devengo.
- Ofrecer la opción de utilizar formatos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias simplificados, con solo las partidas más esenciales, e incluso un conjunto de notas a los mismos de carácter mínimo y fundamental (por ejemplo identificación, actividad, garantías y compromisos fuera de balance). Ni que decir tiene, porque en la mayoría de los países es así, estas entidades no tendrían que publicar informe de gestión.
- Facilitar los procesos de publicación de las cuentas anuales, reduciendo al mínimo el coste que la misma represente, sin privar del beneficio que supone el conocimiento público de las cifras fundamentales de la contabilidad de las microentidades (por ejemplo a través de transferencia electrónica de los datos desde el

programa contable utilizado, con tasas simbólicas por parte del registro público que correspondiera).

Por último, cabe sugerir –aunque sin demasiada esperanza– que la futura Directiva de microentidades no caiga en la tentación de permitir que los diferentes Estados miembros decidan cuestiones esenciales del régimen simplificado de estas sociedades, de manera que puedan introducir diferencias o distancias insalvables entre unos y otros, porque la tendencia general a más o menos largo plazo sería igualar en todos el tratamiento, de manera que el contenido de la regulación acabaría determinándolo el Estado que pusiera los requisitos menos exigentes, ya que los demás acabarían convergiendo en el mismo.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARRUÑADA, B. (2011): Mandatory accounting disclosure by small private companies. *European Journal of Law and Economics* (pendiente de publicación). *UPF Economics & Business Working Paper No. 1090*, disponible en [[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1141905](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141905)] (acceso el 20 de enero de 2012).
- CAPGEMINI, DELOITTE y RAMBULL MANAGEMENT (2010): EU Project on baseline measurement and reduction of administrative costs. Priority area annual accounts/company law of the Framework Contract n. ENTR/06/061. Disponible en [[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/smart-regulation/files/abst09\\_companylaw\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/smart-regulation/files/abst09_companylaw_en.pdf)] (acceso el 20 de septiembre de 2011).
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2003) Recomendación de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, PYMES. C (2003) 1422. Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) de 25 de mayo.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2009a): Propuesta de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de



febrero de 2009 modificando la Directiva del Consejo 78/660/EEC sobre las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, en lo que respecta a las microentidades (COM(2009)83 final). Disponible en [<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0083:FIN:ES:PDF>] (acceso el 21 de septiembre de 2011). Se han consultado también versiones más recientes con cambios relevantes, no disponibles públicamente.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2009b): Accompanying document to the Proposal for a Directive or the European Parliament and the Council amending Council Directive 78/660/EEC on the annual accounts or certain types of companies as regards micro-entities. Summary of the Impact assessment. Commission Staff Working Document (C6/0074/09). Disponible en [[http://www.europarl.europa.eu/registre/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/ec/2009/0207/COM\\_SEC\(2009\)0207\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/ec/2009/0207/COM_SEC(2009)0207_EN.pdf)] (acceso el 21 de septiembre de 2011).

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2009c): Summary Report on the responses received to the «Consultation Paper on Review of the Accounting Directives. Cutting Accounting Burden for Small Business». The Internal Market and Services Directorate General. Disponible en [[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/200910\\_accounting\\_review\\_consultation\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/200910_accounting_review_consultation_report_en.pdf)] (acceso el 20 de septiembre de 2011).

CONSEJO GENERAL DE COLEGIOS DE ECONOMISTAS (2011): Sobre la propuesta de Directiva de modificación de la Cuarta directiva en materia de derecho de sociedades relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad. Exención de elaboración y publicación de cuentas anuales para las microentidades. Barcelona: 6 de julio, en fotocopias.

DEPARTMENT OF BUSINESS INNOVATION & SKILLS, BIS (2011): Simpler reporting for the smallest businesses. *Discussion paper*. August. Disponible en [<http://www.bis.gov.uk>

[assets/biscore/business-law/docs/s/11-1100-simpler-reporting-for-smallest-businesses-discussion-paper](http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/s/11-1100-simpler-reporting-for-smallest-businesses-discussion-paper)] (acceso el 30 de septiembre de 2011).

FERGUSON, N. (2011): *El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo* (Madrid: Ciro Ediciones - Expansión). Original en inglés de 2008.

GARCÍA TABUENCA, A. y J.L. CRESPO ESPERT (2010): «Credit guarantees and the SME efficiency». *Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal*, 35 (1): 113-128, July [DOI 10.1007/s11187-008-9148-4, 2008]. Publicado inicialmente como «Garantías de crédito y eficiencia en la Pyme española: 1996-2003». Comunicación al IX Encuentro de Economía Aplicada, Jaén, 8 a 10 de junio. Disponible en la Serie Documentos de Trabajo del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá, en la dirección: [<http://www.iaes.es/publicaciones/Dt9-06-esp.pdf>] (acceso el 1 de septiembre de 2011).

GARCÍA TABUENCA, A.; F. MERINO DE LUCAS y D. RUBIO RETAMOSA (2002): «Financiación de la PYME en España y evolución de los principales instrumentos públicos de apoyo». *Boletín Económico del ICE*, núm. 2734, 1 al 7 de julio: 23-32. Publicado previamente como «Financiación y tamaño empresarial. La PYME en España». *Documento de Trabajo nº 3/2002* del Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá de Henares. Disponible en [<http://dspace.uah.es/dspace/handle/10017/6485>] (acceso el 1 de septiembre de 2011).

GARRIGUES, J. (1976): *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo I. (Madrid).

OTERO GONZÁLEZ, L.A.; S. FERNÁNDEZ LÓPEZ y M. VIVEL BÚA (2007): «La estructura del capital de la PYME: un análisis empírico». Incluido en el libro coordinado por Juan Carlos AYALA *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro* (Logroño: Universidad de la Rioja, 407-420). Disponible en [<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codi>



- go=2232604 ] (acceso el 1 de septiembre de 2011).
- MILANÉS MATEO, P. y J. TEXEIRA QUIRÓS (2006): «Evaluación de la utilidad de la información financiera elaborada por la pequeña empresa: un estudio empírico». *Revista de Contabilidad* 9 (17): 81-98.
- NEAG, R.; MASCA, E y PASCAN, I (2010): «Research on the field tests in Mures Country Romania regarding the opportunity for different accounting requirements for “small entities” or “micro-entities”». *Contabilitate si Informatice de Gestionare* 9(2): 305-328.
- SEGURA, J. y L. TOLEDO (2003): «Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas». *Investigaciones Económicas XXVII* (1): 39-69.
- SERRANO MORACHO, F. (2004): «Contabilidad simplificada: ¿avance o retroceso? Características de la Sociedad Limitada Nueva Empresa». *Estrategia Financiera* 208 (julio-agosto): 20-30.
- VIÑUELAS SANZ, M. (2010): «La simplificación de la contabilidad. La reforma del derecho contable en la Ley 16/2007». Incluido en S. HIERRO (coord.) *Simplificar el derecho de sociedades* (Madrid: Marcial Pons, 429-494).



## **II. LA PYME EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA**





# ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA PYME Y SU INFLEXIÓN EN LA RECESIÓN (SITUACIÓN GENERAL Y APROXIMACIÓN AL COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO)

Juan Antonio Maroto Acín  
Universidad Complutense de Madrid

## RESUMEN EJECUTIVO

El modelo de crecimiento seguido por las empresas españolas hasta la emergencia de la actual crisis financiera internacional, se vio favorecido por una larga etapa de reducidos tipos de interés y de facilidades de crédito. El cambio radical en esas condiciones financieras desde 2007 y la traslación de la crisis a la misma economía real han afectado a la liquidez, la solvencia y los resultados económico-financieros de las empresas. Lo cual ha motivado cambios sustanciales en ellas, que se analizan en este trabajo de forma comparada atendiendo a la segmentación por tamaños de las PYME según los criterios de la UE, micro, pequeñas y medianas empresas. Se toma para ello como fuente original de información el Estudio anual sobre *Las PYME Españolas con forma Societaria*.

## 1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo se basa en el Estudio anual sobre *Las PYME Españolas con forma Societaria*<sup>1</sup>, del mismo

autor, que se viene publicando desde 2002 (con datos del período 1996-1999 y del Avance de 2000 en ese estudio inicial), primero por la Dirección General de Política de la PYME del Ministerio de Economía; más tarde por dicha Dirección General, inserta en el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio; y desde 2008 por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. Entidad esta de la que siempre han procedido los datos originales, constituidos por los preceptivos depósitos de cuentas anuales de las empresas en los Registros Mercantiles; procesados y tabulados por su inicial Centro de Proceso de Estados Contables (CPEC), que luego pasó a denominarse Centro de Procesos Estadísticos (CPE).

Los datos actuales comprenden los ejercicios 2005 a 2009<sup>2</sup>, y para la consideración de las tendencias más recientes, también se incluyen los del avance de datos del ejercicio 2010 (en su situación a diciembre de 2011). Por lo que abarca un período temporal que se inicia con el crecimiento económico vivido por la economía y las empresas españolas hasta 2006, que se ve luego

<sup>1</sup> La última edición publicada del estudio es la relativa a *Las PYME Españolas con forma Societaria – 2004/2008 y avance 2009*. Disponible en: [https://www.registradores.org/estaticasm/cpe/monografias/PYME\\_Societarias\\_2004\\_2008\\_y\\_Av\\_2009\\_Ppdf](https://www.registradores.org/estaticasm/cpe/monografias/PYME_Societarias_2004_2008_y_Av_2009_Ppdf)  
[https://www.registradores.org/estaticasm/cpe/monografias/PYME\\_Societarias\\_2004\\_2008\\_y\\_Av\\_2009\\_AnexoSectorial\\_Ppdf](https://www.registradores.org/estaticasm/cpe/monografias/PYME_Societarias_2004_2008_y_Av_2009_AnexoSectorial_Ppdf)

<sup>2</sup> Sobre este período se toma también como referencia la Ponencia presentada por el autor en los Cursos de Verano 2011 de la Universidad del País Vasco, en San Sebastián, bajo el título de *Análisis de la situación y los efectos del endeudamiento de las empresas no financieras antes y después de la crisis*.



cortado abruptamente por la crisis generalizada que desencadenaban las hipotecas *subprime* estadounidenses en 2007, y que posteriormente se fue transformando en crisis de desconfianza, de iliquidez y de insolvencia de los sistemas financieros, y de ralentización primero y de recesión después de las economías de los principales países industrializados. Lo que ofrece el potencial interés de constatar los efectos de dicha crisis sobre las cuentas anuales de las PYME españolas, antes y después del cambio de tendencia de 2007 y de la entrada en recesión técnica de la economía española a partir del segundo trimestre de 2008.

## 2. BASE DE DATOS

La base de datos del *Estudio* se elabora por el Centro de Procesos Estadísticos (CPE) del Colegio de Registradores de España. Su fuente primaria son los preceptivos depósitos de cuentas anuales que realizan las empresas en los Registros Mercantiles, cuyo número se ha ido incrementando durante los últimos años, hasta los 893.638 de 2009. Sobre esa información de partida, el CPE aplica un minucioso proceso de tratamiento, tabulación y verificación de la coherencia de los datos originarios, que los dota de una elevada fiabilidad y que obtiene 483.791 depósitos validados contablemente para la estadística del ejercicio 2009. Estos datos se verifican también económicamente y se estructuran según las *ratios* e indicadores de un modelo de análisis económico-financiero diseñado *ex profeso* para el *Estudio* por este autor y que se encuentra adaptado al Nuevo Plan Contable. El resultado final son las 450.250 empresas que constituyen la información depurada, contable y económicamente, para el análisis de 2009.

La aportación informativa de esta base de datos de empresas con forma societaria es tanto la segmentación que ofrece por tamaños empresariales (micro, pequeñas, medianas, e incluso grandes empresas en ciertos casos; siempre según las definiciones de la UE) como las diferentes muestras sobre las que aplica esa segmen-

tación de los datos: total nacional, panel de empresas con depósitos continuados durante los cinco últimos años, Comunidades Autónomas (las 17 desde 2001) y sectores económicos de actividad (216 en 2009) de la CNAE-2009. Adicionalmente, ofrece también dos muestras especiales que, ya sin ajustarse al modelo de análisis estándar, permiten sendas aproximaciones a la especialización productiva de las micro y pequeñas empresas por CC.AA. y a las pautas distintivas de las empresas que activan sus gastos en I+D. Muestra, esta última que, por basarse en el formato Normal de los depósitos de cuentas, con un mayor grado de detalle de las partidas contables, permite asimismo la aproximación a las características y evolución del crédito bancario que se hace en la parte final de este trabajo.

La representatividad de las muestras de empresas que se manejan está condicionada por las características de la información de base y por la metodología seguida para su tabulación. Su origen son los depósitos de cuentas anuales que, a pesar de ser obligatorios para buena parte de las empresas españolas, dependen en la práctica de la voluntariedad de las empresas y de las vicisitudes derivadas de la misma demografía empresarial, que implica la desaparición o la creación de empresas concretas a lo largo del tiempo. Así como se condiciona por la propia situación económica, ya que en situaciones de crisis muchas PYME relegan el cumplimiento de las obligaciones registrales a un segundo plano de preocupación. En cualquier caso, por unos u otros motivos, resulta prácticamente imposible conformar sobre esta fuente informativa una base de datos con representatividad estadística en sentido estricto. Por lo que se apuesta por la representatividad «ecológica» de las muestras disponibles, que depende del número de empresas que se incluyan en cada una de ellas y de la proporción que dichas empresas supongan tanto frente al colectivo total de referencia (depósitos registrados en cada año) como en relación con el censo total de empresas de cada uno de los segmentos de dimensión empresarial considerados (DIRCE).

En 2009, la muestra se compone de 364.594 microempresas (1 a 9 empleados), 75.054 empre-





sas pequeñas (de 10 a 49), 8.899 medianas (de 50 a 249) y 1.703 grandes empresas (con 250 o más empleados, y con cifras de negocio inferiores a 1.000 millones de euros, que se toman como referencia comparativa de las PYME). Lo que indica su focalización hacia las PYME (99,62%) y más en particular hacia las micros y pequeñas empresas (439.648 en 2009, que suponen el 97,65 por ciento del total), que son habitualmente los segmentos peor representados en otras bases de datos de carácter empresarial. Homogeneizando los segmentos de dimensión con los que ofrece el DIRCE, y excluyendo de los datos de éste las empresas bajo la forma jurídica de empresario individual y las empresas societarias sin asalariados, la muestra de PYME societarias del CPE supera, en número, el 46% de todas las censadas en España por el DIRCE. Los datos de Avance de 2010, por su parte, se basan en los 401.402 depósitos de cuentas realizados hasta diciembre de 2011, y dan lugar a una muestra válida para el análisis de 231.214 empresas (188.416 microempresas, 37.764 pequeñas, 4.164 medianas y 870 grandes empresas de referencia) que, en su conjunto, suponen el 24,49% de las PYME societarias españolas con asalariados del DIRCE a 1 de enero de 2011.

La base de datos, en definitiva, incluye microempresas con reducidos activos promedio (514.000 euros) que son propios de las actividades de comercio y reparaciones, así como de la construcción, en las que tienen una especial incidencia. Pequeñas empresas con activos promedio de 2,7 millones de euros, que reflejan su mayor representatividad en las industrias manufactureras, así como también en el comercio y reparaciones, y en la construcción. Y empresas medianas, con 17,2 millones de euros de activo promedio, con los mismos sectores de especialización que las pequeñas, pero con mayor peso que éstas en las manufacturas. Por cifras medias de empleo, las microempresas emplean a 2,83 trabajadores fijos y 0,66 no fijos en 2009; las pequeñas empresas lo hacen con 14,02 y 4,57, respectivamente, en ese mismo año; y las medianas empresas tienen 62,17 trabajadores fijos y 22,41 no fijos también en 2009. En una evolución tem-

poral, además, que evidencia el mantenimiento del empleo promedio total en todos los segmentos de PYME desde 2005, y que incluso lo hace mediante la transformación de empleo medio no fijo en fijo.

### 3. EL CICLO ECONÓMICO Y LAS EMPRESAS

El ejercicio 2006 marcó la ruptura de tendencia en la senda de crecimiento que había seguido la economía española desde 2003, debido a que en 2007 se producían simultáneamente un brusco repunte de la inflación, subidas de los tipos de interés (ya con tendencia al alza desde el año anterior), aumentos del paro y, sobre todo, un claro deterioro del clima económico internacional tras la eclosión en el verano de 2007 de la crisis financiera de las *subprime* en los EE.UU. El crecimiento del PIB español se desaceleraba por la recesión de la actividad inmobiliaria y de la construcción, así como por la ralentización del consumo, aunque se mantenía el crecimiento de la industria, particularmente en la inversión (Formación Bruta de Capital Fijo) de los bienes de equipo. La industria mantenía así la mejor posición sectorial comparada en España en 2007, aunque con oscilaciones a lo largo del año que dependían de las exportaciones y de la tenue recuperación de la economía europea, y que hacían que su crecimiento se redujera paulatinamente respecto de 2006 hasta una tasa interanual del 1,4%.

En 2008 se agudizaron en España los efectos de la crisis financiera internacional, hasta el punto de que en el segundo trimestre del año la economía española entraba ya técnicamente en recesión. Lo que se añadía a la persistencia del ajuste interior de los sectores inmobiliario y de la construcción. El PIB aún crecía el 1,2% respecto de 2007, pero debido a la aportación de la demanda externa neta, ya que la demanda interna se contraía, sobre todo por la caída de la inversión en vivienda (-10,3%). A finales de 2008 y principios de 2009, sin embargo, se aceleraba la caída del PIB con tasas trimestrales interanuales



negativas. Se iniciaba así en España un duro proceso de ajuste, derivado de los desequilibrios del modelo de crecimiento seguido durante los últimos años, y que incidía sobre el sector empresarial en su conjunto bajo las notas comunes de las restricciones crediticias del sistema bancario y de las elevaciones de las primas de riesgo en los costes de la financiación, así como del crecimiento de la tasa de desempleo. Esa caída generalizada de la actividad en 2008 afectaba ya incluso a la industria manufacturera española.

A lo largo de 2009 la crisis económica y financiera internacional llegaba a su punto culminante, con un crecimiento negativo de la economía mundial especialmente acusado en los países desarrollados, que se acompañaba de una menor actividad también en las economías emergentes. En España, el PIB se reducía en su conjunto el -3,6% debido a la contracción de la demanda interna, y a pesar del comportamiento especialmente favorable del sector exterior, que aportaba +2,8 puntos porcentuales positivos a dicho PIB. En esa demanda interna destacaban la caída del consumo y la inversión en vivienda, en tanto que en el buen comportamiento del sector exterior se aunaban la ligera recesión de las exportaciones, por la menor demanda internacional, y una caída relevante de las importaciones por la baja demanda nacional. Como consecuencia de la menor actividad la tasa de paro se incrementaba de manera sustancial, con la única nota favorable de la reducción de la tasa de inflación española, que se situaba por debajo de la media de la Zona Euro por vez primera desde la existencia de la UEM. Las condiciones económicas y monetarias que propiciaba ese entorno permitían que los tipos de interés siguieran la tendencia reductora ya iniciada en 2008, pero los ajustes de los déficit públicos y las tensiones de las deudas soberanas de los países de la Zona Euro, acentuaban las restricciones del crédito impuestas por el saneamiento de los balances de las entidades financieras. Una situación que si bien reducía las cargas financieras de las empresas les impedía seguir reestructurando a la baja sus deudas, todavía muy elevadas desde la etapa previa de crecimiento, con disponibilidad de

crédito barato y a tipos de interés reales prácticamente nulos.

En 2010, la recesión daba un respiro y el PIB de la economía española volvía a tasas de variación interanual muy tenues, pero positivas. Lo cual permitía recuperar cierto optimismo, ya que parecía haberse sobrepasado el año en el que probablemente nuestra economía había «tocado fondo». En 2010, en efecto, la economía española mostraba una tenue recuperación de la actividad, con una reducción del PIB del 0,1% en el promedio del año, pero con tasas trimestrales interanuales positivas al principio y al final del mismo. En un entorno europeo caracterizado por programas de consolidación fiscal, procesos profundos de reestructuración y recapitalización de los sistemas financieros, e implementación de reformas estructurales que intentaban completar la corrección de los desequilibrios económicos y financieros deducidos de la crisis internacional, en general, y del propio modelo productivo de la economía española, en particular. Pero con plena vigencia aún de las dificultades inherentes a un panorama empresarial en el que el exceso de capacidad productiva instalada, el todavía elevado endeudamiento acumulado y una tasa de paro superior al 20% de la población activa seguían penalizando la actividad y los resultados de las empresas españolas. También persistían en 2010 las restricciones al crédito, justificadas en ese momento por el encarecimiento de la financiación solicitada en los mercados mayoristas por los bancos; lo que elevaba una vez más los costes de la financiación bancaria a empresas y familias, por el traslado de mayores primas de riesgo y mayores márgenes a los costes de los préstamos.

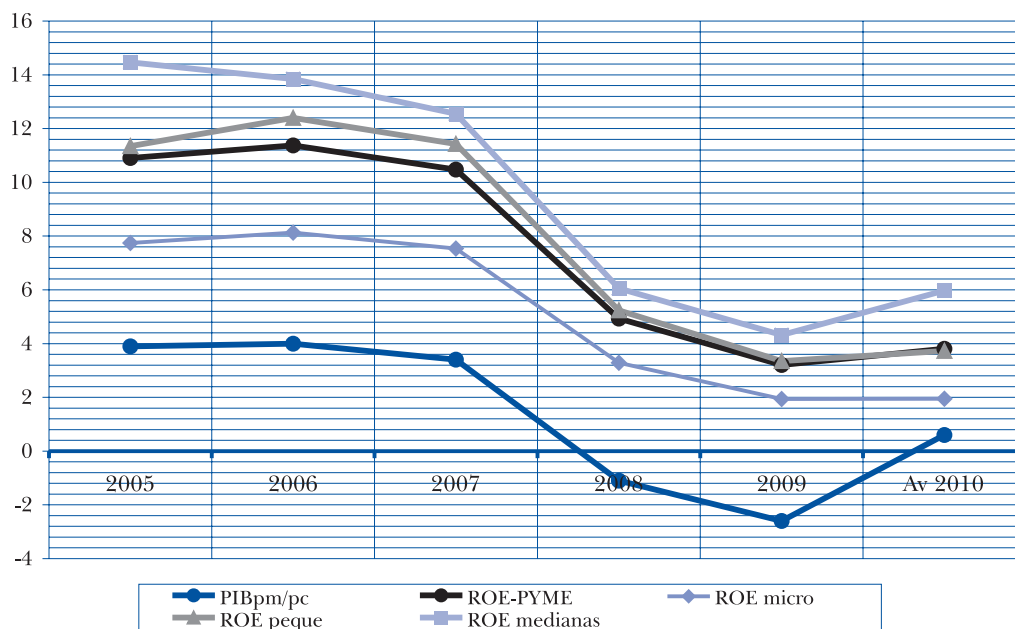
La perspectiva gráfica de esa evolución desde 2005, que se ofrece en la Figura 1, permite apreciar el abrupto cambio que marca 2007 en el PIB de la economía española y en la rentabilidad de sus PYME, que ponía fin a una fase cíclica interna expansiva y consolidada, desde que en 2002 tocara suelo la fase de desaceleración del ciclo económico anterior. Expansión que se había basado, en buena medida, en variables macroeconómicas y sectoriales que en 2007 cambiaban ostensiblemente de signo. Sobre todo en la



demanda interna, con un consumo privado que se penalizaba por la inflación y el precio internacional del petróleo y los alimentos, con una inversión en capital fijo de los hogares (fundamentalmente vivienda) que se retraía y que inducía la recesión inmobiliaria y la contención de la

inversión fija de las empresas en todas las actividades vinculadas con la construcción, y con una creación de empleo que se desaceleraba notablemente por la subida de los costes salariales y la caída de la actividad inmobiliaria y la construcción residencial.

**FIGURA 1. EL CICLO ECONÓMICO (TASAS VARIACIÓN PIBPM/PC DE CNTR) Y LA RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE SEGMENTOS Y ROE TOTAL PONDERADO POR CN SEGMENTOS) DE LAS PYME EN ESPAÑA**

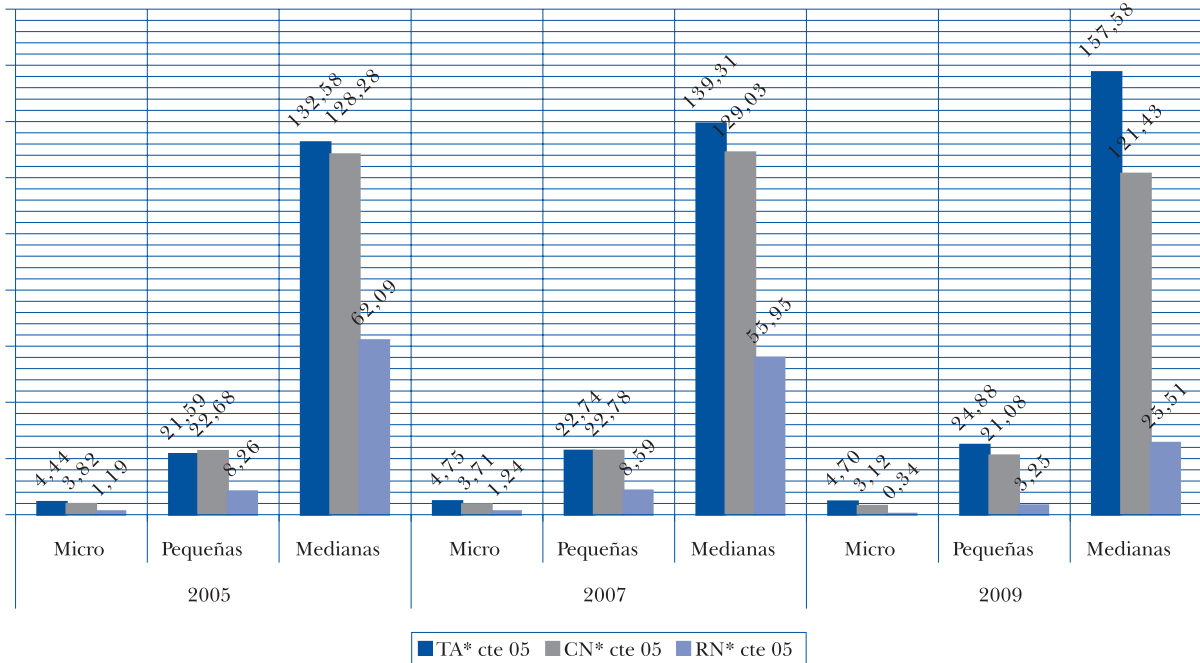


En el caso de las PYME tabuladas por el CPE, la recuperación de 2002 había elevado la rentabilidad de todos sus segmentos, pero ésta había caído también de forma generalizada en 2004, por la caída de las ventas de los sectores sometidos a la creciente competencia exterior, la atemperación del consumo y la elevación de los precios de la energía que se produjeron en ciertos momentos de ese año. Si bien desde 2005 su recuperación de la rentabilidad iba de nuevo pareja con el crecimiento económico, salvo en las pequeñas empresas, concentradas en la industria y que se veían afectadas entonces por la pérdida de competitividad exterior. En 2006,

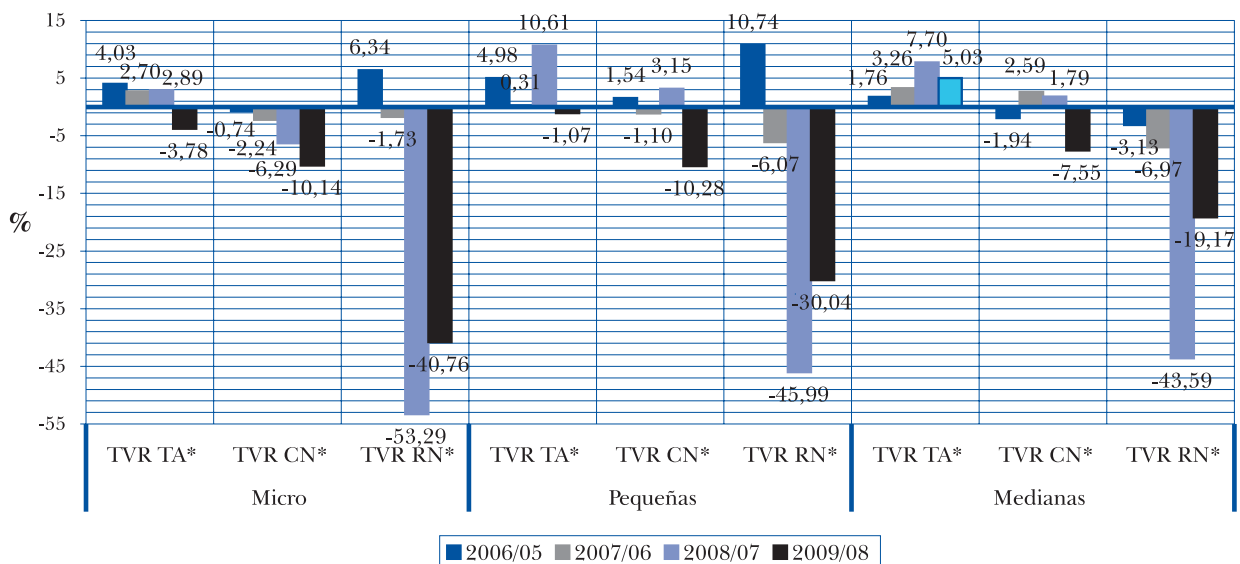
último año de la fase expansiva de su rentabilidad, todas las PYME parecían consolidar de manera generalizada su favorable posición económica y financiera, al socaire de la recuperación de la industria y del sector exterior, el mantenimiento del consumo interno y la pujanza de la construcción. Si bien esas expectativas se quebraban de manera radical con la crisis financiera internacional, que acababa afectando tanto a la actividad económica por la caída de la demanda interna como a los factores financieros, por la subida de tipos de interés que se unía al elevado endeudamiento acumulado durante los años previos.



**FIGURA 2. EVOLUCIÓN DE LAS MAGNITUDES PROMEDIO DE LA MUESTRA TOTAL EN TÉRMINOS REALES (2005-2009)**



**FIGURA 3. TASAS REALES DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS MAGNITUDES BÁSICAS PROMEDIO EN LA MUESTRA TOTAL**

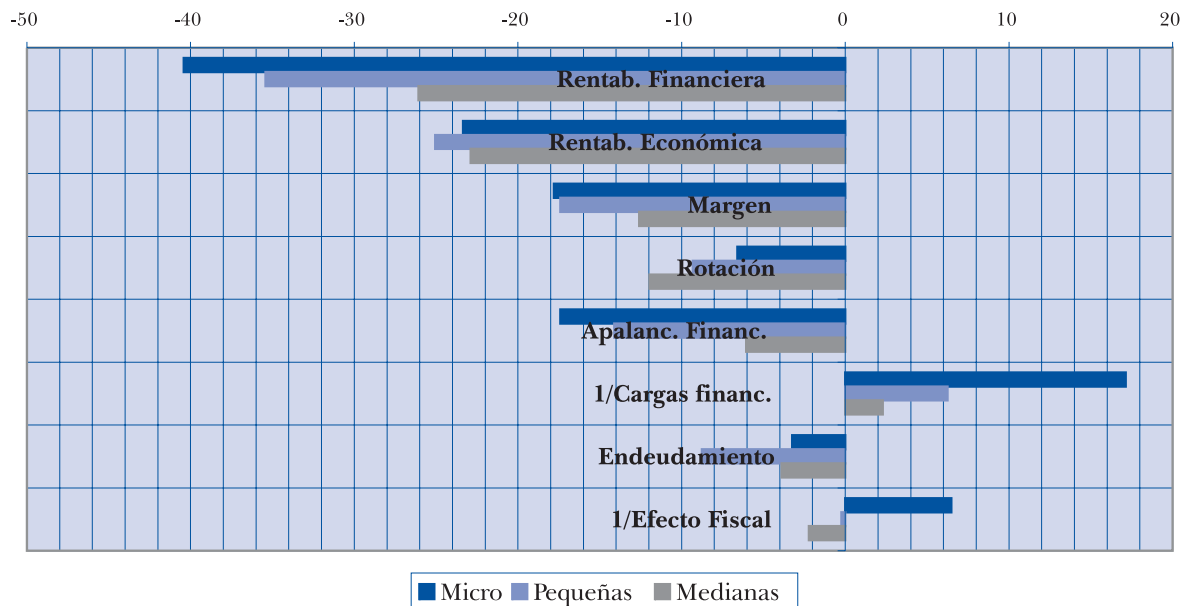




En las Figuras 2 y 3 se visualizan y cuantifican las consecuencias inmediatas de ese nuevo y restrictivo entorno sobre las magnitudes básicas promedio de las PYME españolas. En términos reales, esas magnitudes (Fig. 2) crecen o se mantienen incluso hasta 2006, sobre todo en los activos medios y siempre con el cierto desfase que se observa en las pequeñas empresas, por su mayor incidencia en las manufacturas y la dependencia de éstas y de sus inversiones (bienes de equipo sobre todo) de la coyuntura internacional. A partir de 2007, sin embargo, se reducen los valores promedio reales de las cifras de negocio y, sobre todo, las de los resultados anuales. Las tasas de variación real de las magnitudes promedio (Fig. 3) precisan la evolución interanual de esos comportamientos, que resultan especialmente desfa-

vorables en las microempresas, cuyas cifras de negocio son decrecientes en todos los años, y cuyos resultados anuales crecen hasta 2006 pero son los que más caen en 2008 y 2009. En las empresas pequeñas y medianas, las variaciones reales de las cifras de negocio muestran oscilaciones al alza y a la baja que cabe relacionar con los desfases de la coyuntura que se producen entre los sectores manufactureros (en los que inciden en mayor medida que las microempresas) y los restantes. Pero en los resultados anuales promedio las caídas en términos reales son generalizadas desde 2007, debido a la virulencia de la crisis, con cifras negativas en todas las PYME que oscilan entre el -44% y el -54% en 2008, y entre el -19% y el -41% en 2009.

**FIGURA 4. TASAS VARIACIÓN INTERANUAL COMPONENTES RENTABILIDAD, 2008-09**





Las tasas de variación de la rentabilidad de los recursos propios y de los factores que la explican<sup>3</sup> de la Figura 4, sintetizan la evolución negativa de las empresas-tipo de la muestra durante ese empeoramiento generalizado del ciclo económico entre 2008 y 2009. Con la habitual excepción de la muestra-testigo de grandes empresas, debido en este caso a su mayor capacidad de negociación con las entidades financieras, que les permite incrementar su endeudamiento aún en momentos de restricciones crediticias como los vividos en 2009. De forma sintética, la rentabilidad económica cae en todas las PYME entre 2008 y 2009, tanto por la necesaria reducción de los márgenes ante la recesión de la demanda como por la menor rotación de los activos, debido al exceso de capacidad productiva instalada.

En el apalancamiento financiero, por su parte, las tendencias reductoras son generalizadas en las PYME, como resultado del cambio de tendencia al alza de los tipos de interés ya desde 2006 y del elevado endeudamiento acumulado por las empresas durante la fase de tipos reales prácticamente nulos. El coste financiero se incrementa sobre todo en las microempresas, que evidencian así la sensibilidad de su modelo de rentabilidad a las condiciones financieras del entorno. El endeudamiento, a su vez, se reduce también en todas las PYME por las restricciones crediticias impuestas por las entidades bancarias. Sendos efectos que son justamente de signo con-

trario en las grandes empresas, que no sólo pueden incrementar sus deudas por su previsible mayor poder de negociación con las entidades bancarias, sino que lo consiguen reduciendo simultáneamente los costes de dicho endeudamiento.

La Tabla 1, muestra las tasas de variación relativa (y en términos reales, en las cifras expresadas en euros) de todos los indicadores del modelo de análisis empleado para los diferentes segmentos de empresas, y permite profundizar en las causas de los comportamientos de la rentabilidad ante el empeoramiento de la situación económica y financiera entre 2008 y 2009. La estructura del capital económico sugiere la reducción generalizada del activo corriente, y en particular de las existencias, por la caída de la actividad. Lo cual sobrepondera el peso de las disponibilidades financieras en el activo de las PYME que, pese al incremento del coste de oportunidad de la liquidez, deben mantener efectivo y/o disponibilidades a corto como garantía o colateral de su endeudamiento. El incremento del inmovilizado material respecto del activo total en las micros y pequeñas empresas, se deduce de la reducción de los circulantes y, con ellos, de dicho activo. En tanto que las dotaciones por amortización mantienen en general tasas de variación positivas, tanto cuando se refieren a un inmovilizado excesivo para la actividad existente como cuando lo hacen respecto a unos recursos generados que disminuyen con esa menor actividad.

<sup>3</sup> Rentab. Financiera o ROE: Resultado del Ejercicio / Patrimonio Neto (%);  $(RF = RE \times APF \times EF)$  (%)

Rentabilidad Económica o ROA:  $(RE = Rem \times Rer)$  (%)

Rem o Margen:  $(Rtdo. \text{ Ant Imp} + \text{Gast Finan}) / \text{Cifra Negocios}$  (%)

Rer o Rotación:  $\text{Cifra de Negocios} / \text{Activo Total}$  (%)

Apalancamiento Financiero:  $(APF = Apfgf \times Apfe)$  (%)

Apfgf o costes financieros:  $\text{Rtdo. Ant Imp} / (\text{Rtdo. Ant Imp} + \text{Gast. Finan.})$  (%)

Apfe o Endeudamiento:  $\text{Activo Total} / \text{Recursos Propios}$  (%)

Efecto Fiscal:  $\text{Rtdo. del Ejercicio} / \text{Rtdo. Antes Imp.}$  (%)



TABLA 1. INDICADORES DEL MODELO, TASAS DE VARIACIÓN RELATIVA, 2008-2009

	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes
<b>Número de Empresas analizadas</b>	-15.77	-21.74	-26.91	-43.46
<b>Total Activo (euros)</b>	-18.95	-22.57	-23.24	-36.82
<b>Cifra de negocios (euros)</b>	-24.30	-29.78	-32.43	33.02
<b>Resultado Neto del Ejercicio (euros)</b>	-50.10	-45.25	-40.92	-47.02
<b>Capital Económico/Estructura</b>				
Activo Corriente / Activo No Corriente (%)	0.30	-13.09	-17.27	200.77
Activo Corriente / Total Activo (%)	0.16	-5.76	-8.21	83.25
Existencias / Total Activo (%)	-1.60	-15.74	-19.52	27.73
Act. Financ. C.P. y Disponib. / Total Activo (%)	4.18	9.86	9.95	1283.33
Inmovilizado Material / Total Activo (%)	0.29	6.67	-0.20	-56.48
<b>Capital Económico/Funcionalidad</b>				
Amortización del Inmov. / Inmov. Material (%)	7.97	1.37	5.00	51.07
Amortización del Inmov. / Recursos Generados (%)	17.77	16.64	13.29	-5.02
<b>Capital Financiero/Estructura</b>				
Patrimonio Neto / Total PN y Pasivo (%)	3.35	9.59	4.03	-76.67
Prov y Deudas C.P. / Exigible Total (%)	-7.60	-12.13	-16.34	163.58
Exigible Total / Patrimonio Neto (%)	-5.08	-13.51	-5.99	412.85
Pasivo Corriente / Recursos Permanentes (%)	-5.54	-13.50	-16.05	463.16
<b>Capital Financiero/Cobertura</b>				
Acreed. Com. y otros a pagar/ Deud. Com. y otros a cobrar (%)	1.24	-1.34	0.63	36.12
Recursos Permanentes / Inmovilizado Material (%)	1.64	-1.21	6.91	-15.51
Recursos Permanentes / Inmovilizado Total (%)	2.38	-2.44	-3.12	-37.42
<b>Actividad</b>				
Valor Añadido / Cifra de Negocios (%)	7.09	10.44	16.36	-41.16
Valor Añadido / Inmovilizado Material (%)	-0.25	-6.09	2.64	184.65
Fondo Maniobra / Cifra de Negocios (%)	15.41	9.88	9.78	67.30
<b>Principales Costes</b>				
Aprov y otros gtos. explot./ Cifra de Negocios (%)	-2.41	-3.22	-4.37	11.43
Gastos Personal /Cifra de Negocios (%)	9.90	11.21	12.69	-27.38
Gtos. Financ. / Cifra de Negocios (%)	-6.44	-11.54	-9.96	-73.21
<b>Rotaciones</b>				
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar / Cifra de Negocios (días)	6.31	6.02	6.13	-33.17
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar/ Aprovevisionamientos (días)	13.11	10.90	14.76	18.42
<b>Liquidez</b>				
Efectivo y otros act-liqu.equiv./Deudas a corto plazo (%)	21.42	37.28	31.56	38.25
(Deud. Comerc.+IFCP+Efectivo y equiv.)/ Deudas a corto plazo (%)	12.29	21.44	19.23	4.79
Activo Corriente / Deudas a corto plazo (%)	10.62	13.77	13.20	-43.34
<b>Solvencia</b>				
Gastos Financ./ (Rtdo. del Ejercicio+Gtos. Financ.) (%)	12.84	5.69	1.43	-14.01
Gastos Financ./ (Result. Antes Imptº + Gtos. Financ.) (%)	13.63	7.01	2.95	-30.83
Gastos Financ. / Recursos Generados (%)	-5.11	-13.49	-14.30	-18.53
Recursos Generados / Exigible Total (%)	-6.40	-2.17	-5.46	-42.21
Total Activo / Exigible Total (%)	1.93	5.49	2.23	-16.50
<b>Rentabilidad y sus Componentes</b>				
<b>RF) Rentabilidad Financiera (RE x APF x EF) (%)</b>	-40.43	-35.43	-26.08	258.85
<b>RE) Rentabilidad Económica (rem x rer) (%)</b>	-23.35	-25.05	-22.88	-18.42
rem) (Rtdo. Antes Imp. + Gtos. Financ.) / Cifra de Negocios (%)	-17.81	-17.41	-12.59	-61.33
rer) Cifra de Negocios / Activo Total (%)	-6.60	-9.31	-11.97	110.53
<b>APF) Apalancamiento financiero (apfgf x apfe) (%)</b>	-17.40	-14.11	-6.06	496.45
apfgf) Rtdo. Antes Imp./ (Rtdo. Antes Imp. + Gtos. Finan.) (%)	-14.63	-5.88	-2.24	39.27
apfe) Total Activo / Patrimonio Neto (%)	-3.25	-8.76	-3.90	328.27
<b>EF) Efecto fiscal (%)</b>	-6.08	0.24	2.27	-26.09
<b>Empleo</b>				
<b>Empresas Analizadas:</b>	-18.40	-19.63	-21.03	-15.33
No. Medio de Trabajadores Fijos por Empresa (nº)	5.60	6.53	8.29	18.52
No. Medio de Trabajadores No Fijos por Empresa (nº)	-12.00	-14.42	-6.97	-11.80
Gasto medio / trabajador (euros)	-1.84	-0.13	0.84	-0.92
Valor Añadido Bruto por Trabajador (euros)	-3.79	-0.53	2.08	-2.76
Gastos Personal / Valor Añadido Bruto (%)	2.03	0.40	-1.22	1.89



En la evolución del capital financiero, la crisis se traduce en una clara restricción crediticia para todas las PYME, que ven por ello incrementarse de forma relativa su patrimonio neto en la estructura financiera y en la cobertura del inmovilizado. Mantienen así su posición de solvencia, pero a costa de perder las ventajas anteriores del mayor apalancamiento financiero. En la relación entre los créditos de provisión recibidos (acreedores) y otorgados (deudores), el incremento de micro y medianas empresas sugiere su utilización de los créditos de proveedores como vía de financiación ante las restricciones de la financiación bancaria; mientras que la reducción de las pequeñas empresas sugiere la necesidad de otorgar facilidades crediticias para estimular las ventas ante la menor demanda. Las grandes empresas, por el contrario, demuestran poder seguir recurriendo tanto al crédito bancario como a las facilidades crediticias de sus proveedores, en aplicación de su habitual mayor poder de negociación.

Los indicadores de actividad aportan evidencias adicionales sobre la menor demanda, que incrementa el peso del fondo de rotación en todas las PYME; y sugieren su capacidad de generar valor añadido, aún con la crisis, al ajustarse rápidamente a una cifra de negocios más reducida. La estructura de costes muestra el esfuerzo de las PYME por reducir sus costes de aprovisionamientos y de explotación, habida cuenta de que su mayor intensidad en factor trabajo les obliga a incrementar sus gastos de personal. En los cuales se verifican ostensibles variaciones al alza sobre la cifra de negocios, como consecuencia del mantenimiento del empleo aún con la menor demanda. En los tipos de interés, el bajo nivel permite reducir la incidencia sobre los gastos financieros, pese a compararlos con cifras de negocio inferiores. Finalmente, las rotaciones de deudores sobre cifra de negocios denotan tanto menor facturación como concesión de facilidades de pago para generarla; y las de acreedores sobre cifra de negocios, evidencian el recurso creciente a la financiación implícita de los proveedores cuando se restringe el crédito bancario, así como la propia reducción de los aprovisiona-

mientos por la menor demanda de los productos finales.

En términos de liquidez y solvencia, la evolución de todos los segmentos de PYME confirma anteriores apreciaciones sobre el desfavorable entorno financiero: menor financiación crediticia (deudas a corto y exigible total) a cualquier plazo, debido tanto a su mayor coste de oportunidad como al mayor riesgo de impago de las deudas, por la menor generación de recursos. En cuanto al riesgo genérico de crédito, medido a través de la cobertura del exigible total con recursos generados, todas las PYME empeoran también su situación, tanto por la citada menor generación de recursos como por su todavía elevado endeudamiento. En esos mismos términos, las restricciones crediticias introducen la contrapartida favorable en todas las PYME de una mayor solvencia estructural, con variaciones positivas en las *ratios* de activo total sobre exigible total.

Los indicadores de empleo, por último, corroboran comentarios ya realizados sobre la reducción generalizada del empleo medio no fijo en las PYME, pero a cambio de incrementar el empleo medio fijo, manteniendo así sin grandes variaciones el empleo medio total incluso durante los años más virulentos de la crisis. Si bien con la penalización del incremento de los gastos de personal respecto de la generación de Valor Añadido Bruto.

#### 4. ASPECTOS ESPECÍFICOS DEL ENDEUDAMIENTO

Los estudios empíricos sobre las PYME españolas, concluyen determinados rasgos estructurales en lo que concierne a su capital financiero. Es el caso de la elevada dependencia que tienen las menores empresas respecto de sus fondos propios, sobre todo en situaciones de crecimiento y en aquellas otras en que se endurezcan las condiciones crediticias, bien por la existencia de restricciones cuantitativas al crédito o bien por la elevación de los tipos de interés. Igualmente, el de la gran proporción de los recursos a corto en su endeudamiento, el de la elevada deuda banca-

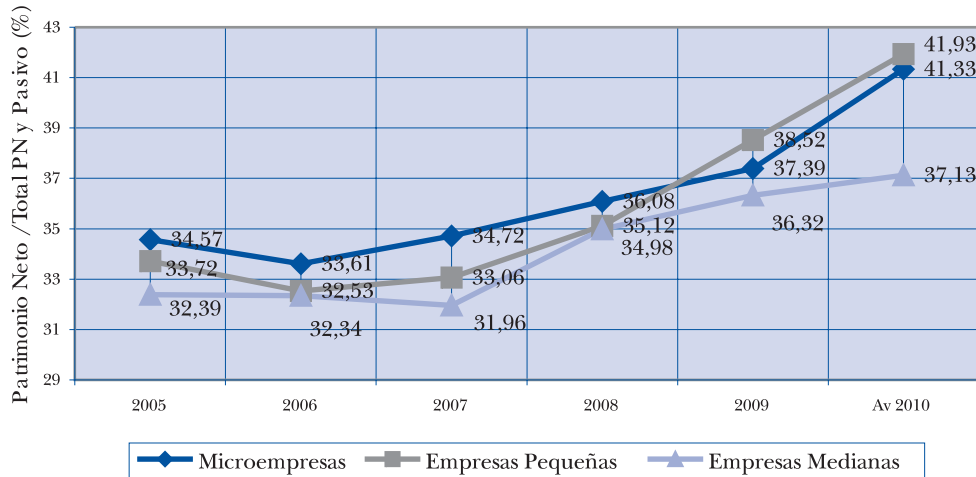




ria entre dichos recursos a corto, o el de la dependencia de las PYME respecto de los créditos de provisión, que motiva además un entra-

mado de relaciones crediticias ínter empresas que incrementan el riesgo sistémico de manera difícil de precisar y acotar.

**FIGURA 5. ESTRUCTURA DE LA CAPITALIZACIÓN DE LAS PYME: EVOLUCIÓN POR SEGMENTOS**



Esos rasgos se pueden también confirmar con la perspectiva de los últimos años de los datos del CPE, que se ofrecen en la Figura 5: Los fondos propios de todas las PYME incrementan su peso en el pasivo total a partir de 2007, debido a las restricciones generalizadas al endeudamiento y a la elevación de su coste. De forma más detallada, la jerarquización de las *ratios* de patrimonio neto respecto del pasivo total se ajustan, en general, a la calificación del riesgo crediticio que suele asociarse con la dimensión. De forma que las microempresas, con mayor prima de riesgo, son las que tienen que recurrir en mayor proporción a su patrimonio neto, seguidas de pequeñas y medianas empresas. No obstante, en 2009 y en el avance de 2010, las pequeñas empresas denotan padecer en mayor medida las restricciones financieras, posiblemente por su mayor participación en sectores industriales, con mayores necesidades de financiación de activos corrientes. Las grandes empresas son también aquí el contrapunto habitual de las PYME, ya que sus *ratios* de capitalización sugieren tanto la

posibilidad de financiar sus incrementos puntuales de actividad con recursos ajenos como de acceder al endeudamiento en proporciones crecientes incluso en situaciones de restricción crediticia, reduciendo la ponderación de su patrimonio neto en el pasivo total. La perspectiva temporal de la solvencia sugiere, en definitiva, que la financiación ajena actúa con el habitual efecto procíclico en las PYME, reduciéndose con las caídas de la actividad e incrementándose con las recuperaciones de la misma. Todo lo contrario que en las grandes empresas, cuyas *ratios* de solvencia parecen confirmar un exigible que se incrementa con las caídas de la actividad y se reduce cuando la reactivación les permite acumular reservas.

#### 4.1. COMPONENTES DEL CAPITAL FINANCIERO

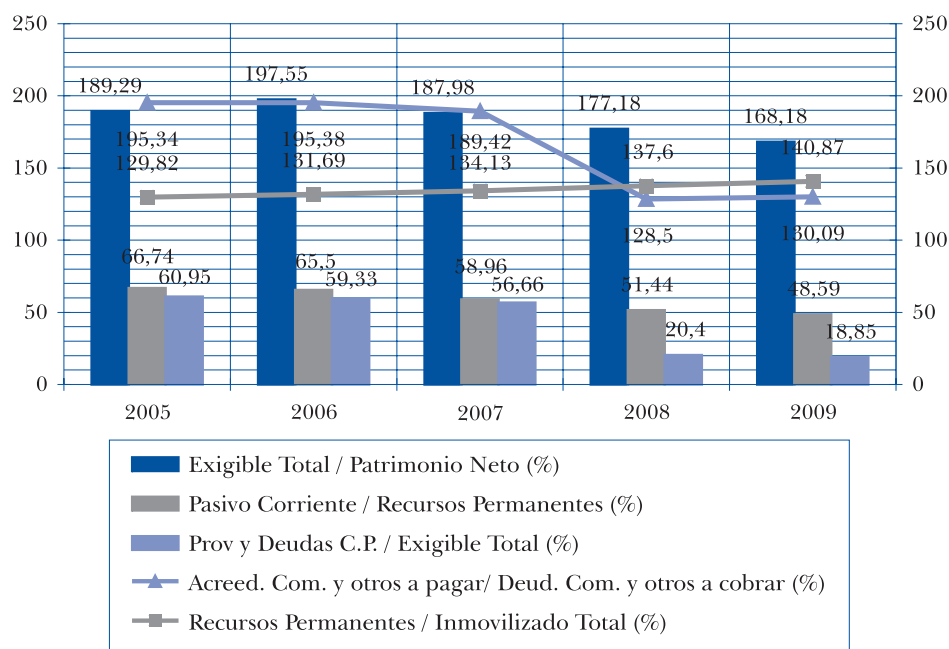
Las Figuras 6 a 9 profundizan en esas pautas de comportamiento financiero, por segmentos de



empresas. Con PYME que ven reducirse su endeudamiento con la crisis, ya se mida el mismo mediante el exigible total, el pasivo corriente o las deudas a corto plazo; y que ven acrecentada así la necesidad de sus fondos propios para financiar su inmovilizado total y mantener su solvencia. Por segmentos de dimensión, pequeñas y medianas empresas ofrecen *ratios* de endeudamiento y de solvencia próximos entre sí; en tanto que las microempresas muestran menor incidencia del exigible

y por tanto, ante una crisis que penaliza la autofinanciación por los menores resultados netos, una menor solvencia que, a su vez, incrementa sus primas de riesgo. En las grandes empresas de la muestra-testigo, el aumento del exigible total (pese a las restricciones crediticias) se acompaña de la reducción de las deudas a corto (por su mayor coste); pero aún así no pueden evitar que la sobredimensión de su inmovilizado material sobrevinida por la crisis perjudique su solvencia.

**FIGURA 6. MICROEMPRESAS: EVOLUCIÓN COMPONENTES CAPITAL FINANCIERO**

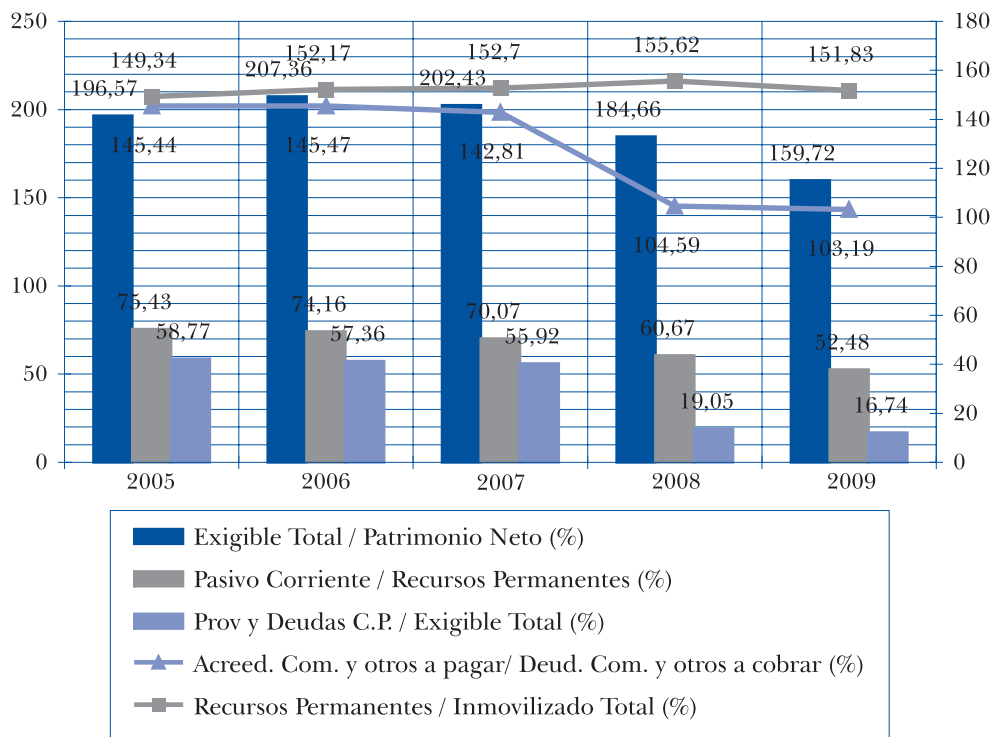


En cuanto al papel determinante del crédito de provisión para la financiación de las PYME, la *ratio* acreedores/deudores que aproxima a su incidencia neta permanece relativamente estable hasta 2007 y ofrece los mayores valores en las microempresas, seguidas de las pequeñas y, con cifras muy inferiores de la *ratio* (prácticamente la mitad de las pequeñas), de las medianas empresas. Lo cual confirma que el crédito de proveedores es una fuente de financiación estructural para micro y pequeñas empresas. En 2008 y 2009, y como consecuencia de la crisis, esta financiación «estructural» también se perjudica, y

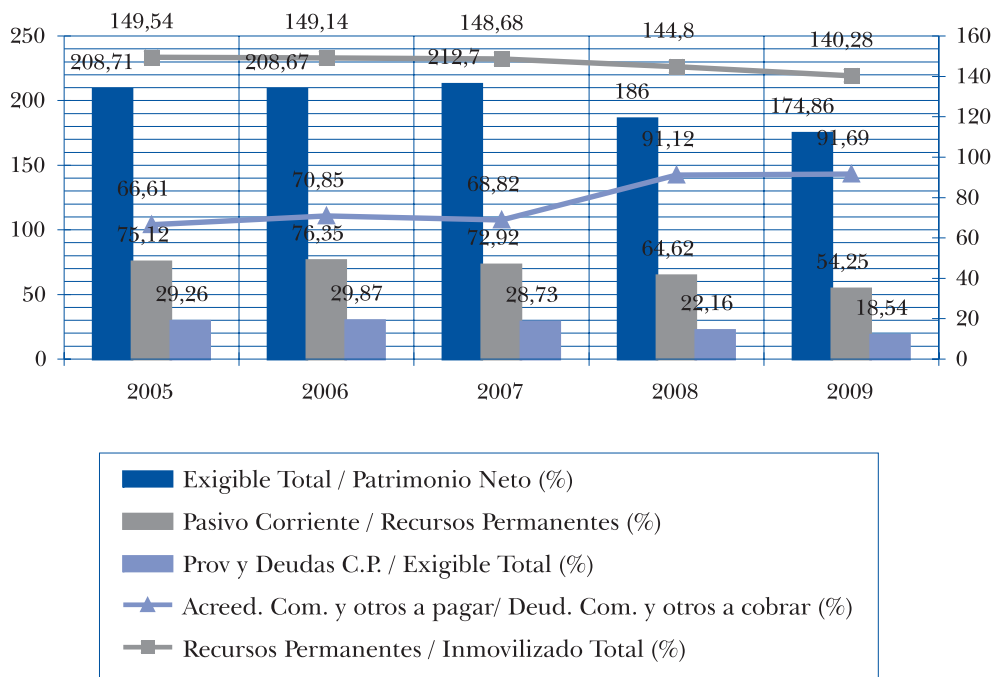
la *ratio* acreedores/deudores de micro y pequeñas empresas se reduce drásticamente, tanto por la necesidad de conceder facilidades de crédito para estimular las ventas ante la menor actividad como por el menor crédito de proveedores que puede obtenerse en esas circunstancias. Como es habitual, las medianas y, sobre todo, las grandes empresas, muestran la situación contraria y confirman utilizar esta fuente financiera de forma «activa», ya sea como instrumento de política financiero-comercial, o ya lo sea como fuente de financiación complementaria ante elevaciones en los tipos de interés.

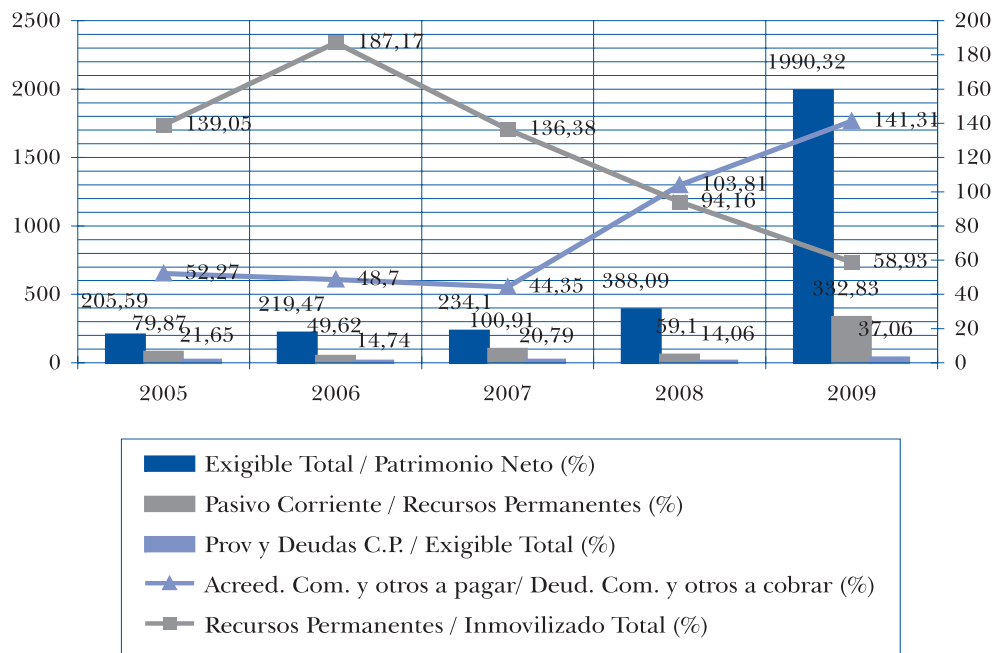


**FIGURA 7. EMPRESAS PEQUEÑAS: EVOLUCIÓN COMPONENTES CAPITAL FINANCIERO**



**FIGURA 8. EMPRESAS MEDIANAS: EVOLUCIÓN COMPONENTES CAPITAL FINANCIERO**

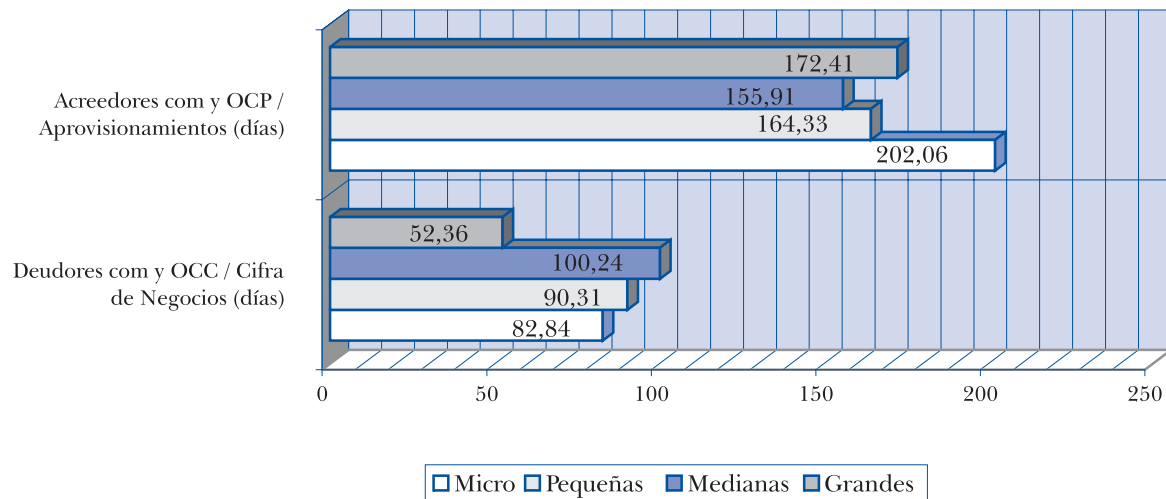


**FIGURA 9. EMPRESAS GRANDES: EVOLUCIÓN COMPONENTES CAPITAL FINANCIERO**

#### 4.2. EL PAPEL DE LOS CRÉDITOS DE PROVISIÓN

La financiación sin coste explícito durante 2009, que se representa en la Figura 10 mediante sendas aproximaciones a los días de pago a proveedores y de cobro de clientes, ofrece también un elevado potencial explicativo sobre la dilución de la eficiencia económica que se produce en las PYME, debido a sus pautas estructurales de comportamiento financiero. No sólo por lo elevado de los diferimientos «reales» de pagos y cobros o porque los créditos de provisión sean una fuente financiera más de las empresas españolas, sino porque se fundamentan en políticas financiero-comerciales diferentes según cual sea la capacidad de negociación de cada empresa. En las de mayor dimensión, el crédito de proveedores es una variable de ajuste a las condiciones financieras del entorno, que se impone a los suministradores para salvaguardar la propia rentabilidad; en tanto que en las microempresas es una financiación obligada por las restricciones crediticias que padecen y por la que afron-

tan un elevado coste implícito. De igual forma son diferentes las motivaciones y las características del crédito a clientes, tanto por la amplitud del mercado potencial y los sectores de actividad económica como por el grado de competencia que afecta a las mayores y menores empresas. Para las grandes (como sucede en este caso), capaces de imponer sus condiciones a proveedores y clientes, son una política financiera más mediante la cual aplazan sus pagos y abrevian sus cobros lo más posible. En tanto que para las microempresas son una fuente obligada de financiación, que también deben ofrecer a sus clientes para conseguir ventas. En cualquier caso, las cifras son una llamada de atención, tanto sobre el discutible cumplimiento de la normativa comunitaria sobre aplazamientos máximos de las deudas de provisión como sobre el riesgo sistémico de crédito que existe en el sector empresarial español, y que explica las suspensiones de pagos (concurso de acreedores) encadenadas que suelen darse entre las PYME de sectores como el inmobiliario, la construcción o el comercio tras la insolvencia financiera de una gran empresa.

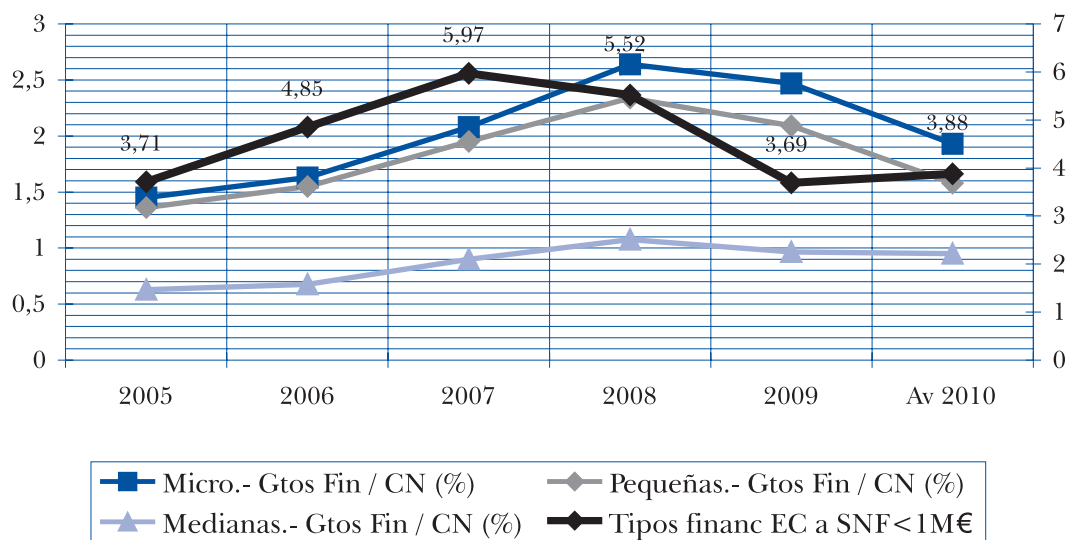
**FIGURA 10. PLAZOS MEDIOS APROX. DE PAGO Y COBRO EN 2009, POR SEGMENTOS**

#### 4.3. EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS FINANCIEROS

A mayor abundamiento de la incidencia de los factores financieros sobre la estructura de costes de las PYME, en la Figura 11 se analiza su evolución durante los últimos años (incluido el avance de 2010), para percibir el incremento inmediato de los costes financieros al socaire de la elevación de los tipos de interés desde 2005, y la resistencia a la baja de los mismos cuando dichos tipos se reducen de nuevo en 2008 y 2009. Unos costes financieros sobre cifra de negocios que son muy

parejos en todas las PYME, pero con los mayores niveles en las microempresas, debido a la mayor prima de riesgo inherente, en general, a su menor dimensión. El gráfico permite también apreciar la similitud de las tendencias del indicador de gastos financieros sobre cifra de negocios con la evolución temporal de los tipos aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras, en nuevas operaciones y por importe no superior al millón de euros, lo que se puede relacionar fácilmente con el elevado peso de la financiación bancaria en el balance de las PYME españolas.

**FIGURA 11. EVOLUCIÓN COSTES FINANCIEROS RESPECTO CIFRA DE NEGOCIOS, POR SEGMENTOS PYME, Y TIPOS APLICADOS POR ENTIDADES DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

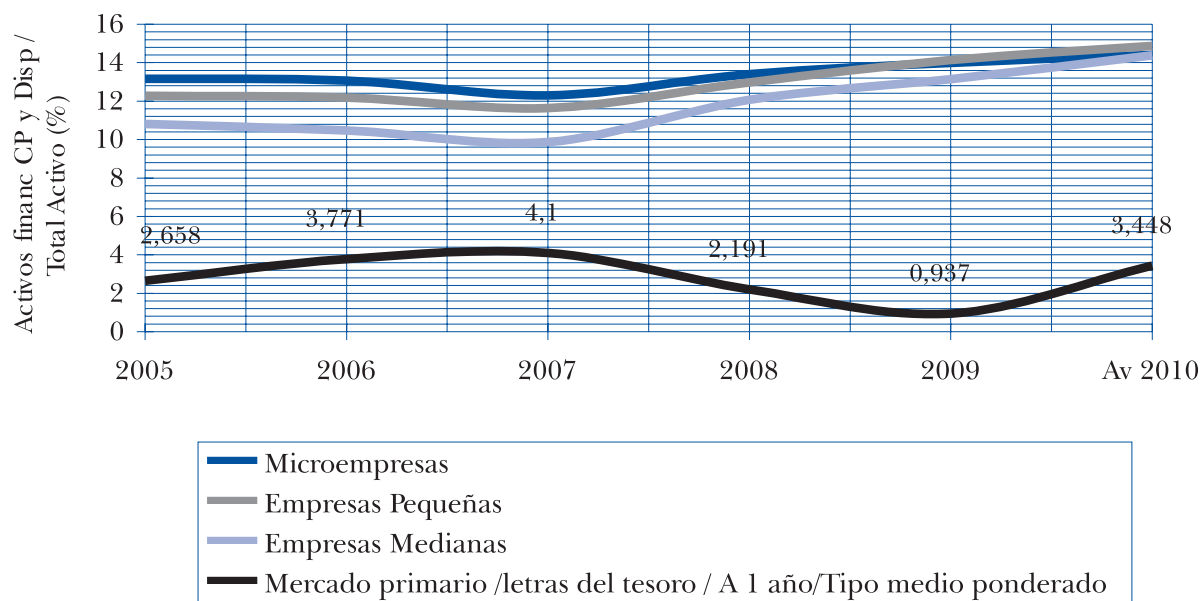


#### 4.4. EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ

Las posiciones de liquidez y solvencia de las empresas son sendas aproximaciones a su riesgo financiero medidas, respectivamente, a través de variables flujo o variables fondo, para evaluar la incidencia y potenciales efectos de ese riesgo a diferentes plazos temporales. Constituyen por ello el contrapunto imprescindible de los indicadores de rentabilidad, habida cuenta de que la acotación de los riesgos de impago y de insolvencia minoran el beneficio, ya sea por el coste financiero de la mayor liquidez o ya lo sea por el coste de oportunidad de mantener unos recursos propios más elevados. Durante los últimos años, y en obvia relación con el bajo nivel de los tipos de interés, la liquidez de las PYME ha mostrado una tendencia al alza, y su mayor valor se ha venido detectando entre las empresas de menor dimensión, por la posible causa del papel que juega en ellas la liquidez como colateral del crédito bancario. Igual tendencia al alza se ha venido constatando en la solvencia, si bien con las oscilaciones en este indicador que se deducen del

papel que han de jugar los fondos propios de las PYME ante restricciones en el endeudamiento.

En concreto y en el período considerado, la liquidez inmediata de las PYME que muestra la Figura 12, corrobora su relación con el coste de oportunidad de mantenerla, aproximado éste por los tipos de las Letras del Tesoro. De tal forma que la elevación de tipos que se verifica en 2007 se corresponde con los menores valores de las disponibilidades financieras de todas las PYME; mientras que las reducciones de tipos de 2008 y 2009 recuperan y hacen crecer esas disponibilidades en las PYME también de forma generalizada. En cuanto al posicionamiento relativo por segmentos, la mayor «necesidad» de mantener liquidez en las microempresas parece confirmar una vez más su papel de garantía para acceder a la financiación bancaria; y su nivel se reduce en pequeñas y medianas empresas tanto por esa misma motivación como por la posibilidad de realizar una gestión «activa» de la liquidez conforme es mayor la dimensión (y con ella el poder de negociación) de las empresas.

**FIGURA 12. EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ, POR SEGMENTOS PYME, «VS» COSTE OPORTUNIDAD LIQUIDEZ**


## 5. COMPORTAMIENTO FRENTE AL EMPLEO

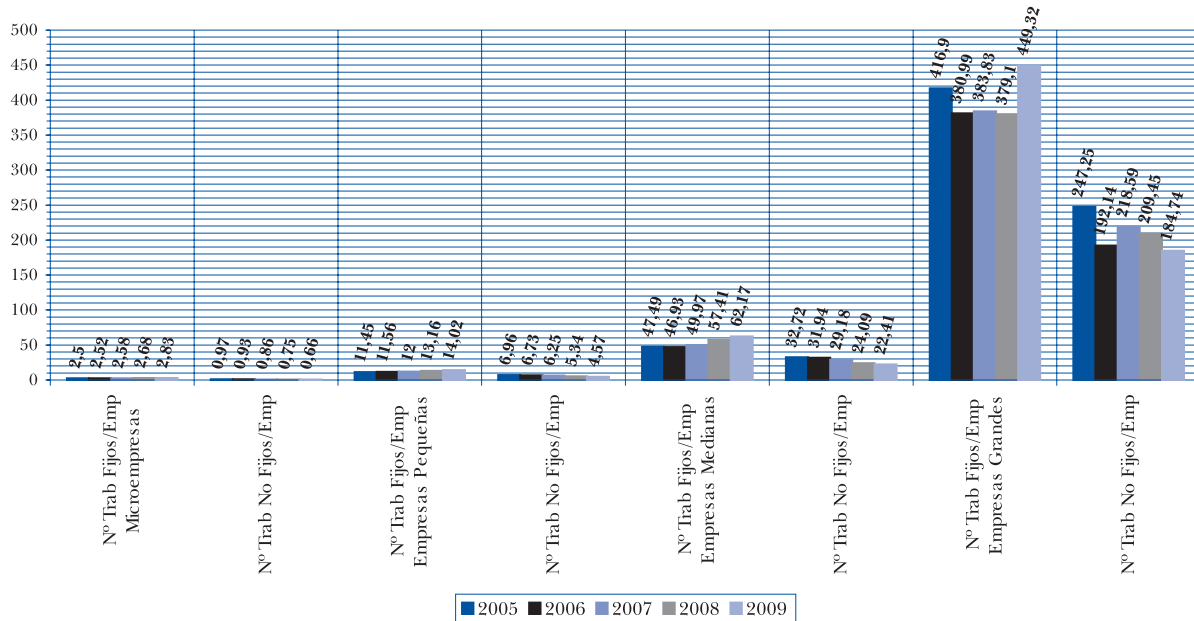
Los datos de empleo tienen menor cobertura que los restantes indicadores del modelo de análisis, por tratarse de una información opcional para las empresas que depositan sus cuentas anuales en los Registros Mercantiles y debido a los contrastes de coherencia económica y estadística que el CPE aplica sobre los que se le proporcionan. Aún así, los datos de empleo de 2009 aparecen en 261.326 microempresas, 68.567 empresas pequeñas, 7.950 empresas medianas y 1.221 grandes empresas. En términos económicos, el gasto medio corriente por trabajador de este último año muestra una relativa similitud entre segmentos de PYME (24.519, 27.487 y 30.884 euros por trabajador, en micro, pequeñas y medianas, respectivamente), que puede relacionarse con la habitual vinculación entre menores retribuciones y mayor permanencia del empleo, al menos el fijo; pero también con las retribuciones medias de los sectores de especialización de las empresas. Por su parte, las cifras de valor añadido por

trabajador siguen siendo más dispares entre sí (31.295, 35.018 y 41.967 euros por trabajador, en micro, pequeñas y medianas, respectivamente) y se relacionan asimismo con la adscripción sectorial de las empresas y con la mayor intensidad del factor trabajo que prima en buena parte de las actividades de micro y pequeñas empresas.

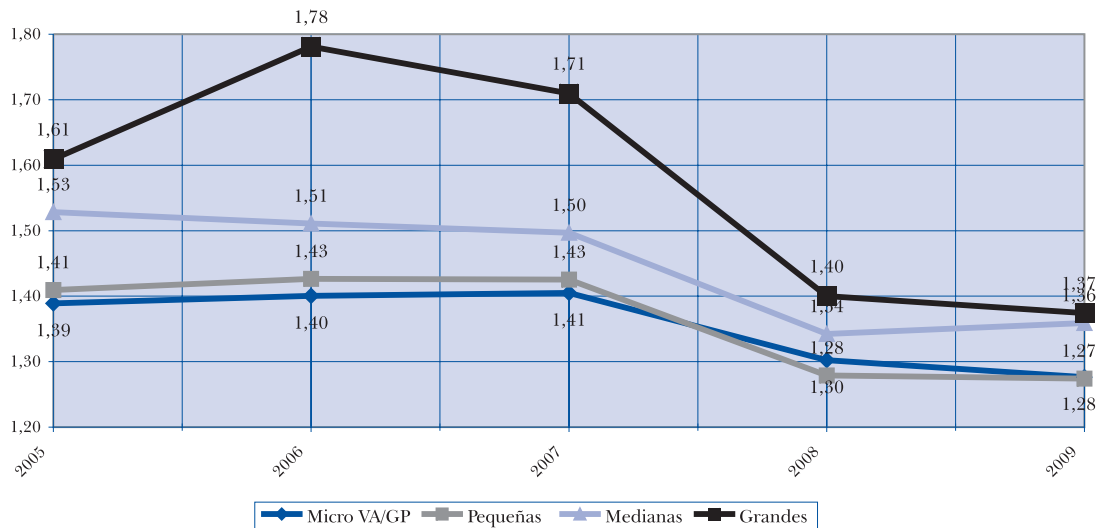
Atendiendo a la evolución del número medio de trabajadores por empresa, la Figura 13 permite visualizar la posición comparada de todos los segmentos de empresas entre 2005 y 2009. Lo que permite confirmar que las microempresas siguen siendo el segmento con mayor proporción de empleo fijo (81,09 por ciento) y que todas las PYME, en general, han mantenido prácticamente igual el empleo medio total durante el período, compensando la creación de empleos fijos con la reducción de los no fijos. En cuanto a las empresas grandes, con mayor heterogeneidad en la composición de su muestra, evidencian la menor proporción de empleo fijo (70,86 por ciento) y la mayor variabilidad entre fijo y no fijo, según los años y la previsible incidencia de la temporalidad del empleo en sus sectores de operación.



**FIGURA 13. EVOLUCIÓN DEL N° MEDIO DE TRABAJADORES (FIJOS Y NO FIJOS), POR SEGMENTOS**



**FIGURA 14. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO (VAB/GP), POR SEGMENTOS**







En cuanto a la Figura 14, muestra los efectos de las diferentes pautas de comportamiento frente al empleo de las PYME, a partir de una medida aproximada de la productividad aparente del trabajo (valor añadido bruto respecto de gastos de personal). Un indicador que evidencia ajustarse de forma directa a la dimensión de las empresas y que ha permanecido relativamente estable en todas las PYME hasta 2007. Año a partir del cual cae de manera generalizada, por efectos de una crisis que reduce la cifra de negocios y eleva los gastos financieros y, con ello, reduce el valor añadido. Incidiendo especialmente en las micros y pequeñas empresas, que pasan a dedicar más del 78 por ciento de su valor añadido bruto a los gastos de personal. En cualquier caso, el efecto más significativo de la crisis es el paulatino acercamiento entre los valores de la productividad aparente del trabajo en todos los segmentos de empresas.

## 6. UNA APROXIMACIÓN AL PAPEL DEL CRÉDITO BANCARIO

El análisis del comportamiento de las deudas empresariales con las entidades de crédito, tanto a corto como a largo plazo, no es fácil de realizar con base en los depósitos de cuentas de las PYME. Por una parte, porque hasta los años noventa el Plan General de Contabilidad de 1973 vigente entonces, estaba presidido por el principio de aplicación voluntaria en tanto el Gobierno no dispusiera otra cosa. Por otra, porque el Plan General de Contabilidad de 1990 que le siguió y cuya vigencia se extendió hasta 2007, admitía que en el modelo abreviado de presentación de las cuentas no fuese obligatorio el desglose de las distintas partidas de los elementos patrimoniales del balance. Lo cual explica que en el *Estudio de las PYME societarias* no aparezcan indicadores representativos del crédito bancario.

La aproximación que ahora se hace al papel específico del crédito bancario en la financiación de las PYME, parte por tanto de otras muestras de empresas con menor cobertura y representatividad que la total utilizada en la primera parte de este trabajo, pero en cuyos depósitos de cuentas

en los RR.MM. aparece el detalle de las deudas con las entidades de crédito. Se trata de muestras bianuales con diferentes composición y cobertura en cada pareja de años, constituidas por empresas individualizadas pero no identificadas, que presentan el formato normal de cuentas, que se segmentan por tamaños en atención a la cuantía del balance general de las empresas (con límites de 2 millones de euros para las microempresas, 10 para las pequeñas y 43 para las medianas empresas), y que se utilizan habitualmente en el *Estudio de las PYME societarias* para analizar el papel de la inversión empresarial en I+D.

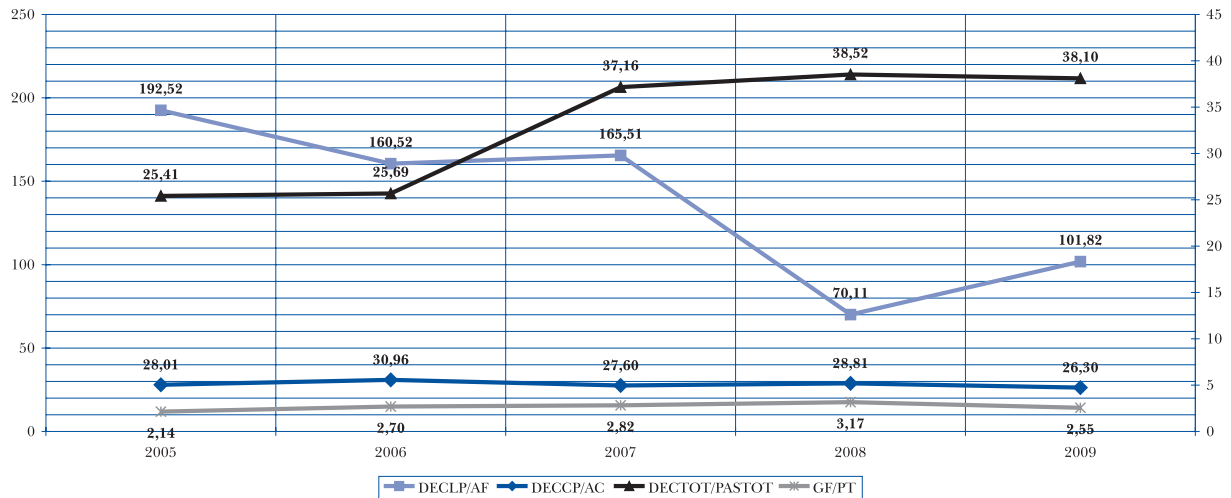
Inicialmente, las muestras utilizadas se componían de 12.210 (2004-05), 25.610 (2006-07), 9.018 (2007-08) y 11.800 observaciones (2008-2009). Si bien la aplicación de test de coherencia contable y económica, así como la imputación anual de los datos, las reducen aquí a 10.398 (2005), 10.015 (2006), 3.151 (2007), 4.673 (2008) y 4.651 empresas (2009). Las microempresas son las peor representadas (entre el 1 y el 3% de las empresas de cada año) en estas muestras *ad hoc*, debido a su escasa utilización de formatos normales de depósitos, seguidas de las grandes empresas (entre el 11 y el 13% de cada año), en este caso por tratarse de una mera referencia comparativa de las PYME. Y de ahí que esta aproximación al crédito bancario se refiera sobre todo a empresas pequeñas (suponen entre el 45 y el 50% de las empresas de cada año) y medianas (entre el 36 y el 41 % de las muestras anuales). Con la observación adicional de que los años 2007 a 2009 tienen una mayor calidad en la información, ya que ésta se encuentra adaptada tanto al PGC de 2007 como a la CNAE-2009.

### 6.1. COMPOSICIÓN, FUNCIONALIDAD Y COSTE FINANCIERO

Considerando en primer lugar todas las empresas disponibles en cada año, los valores promedio de las *ratios* seleccionadas (Figura 15) proporcionan una panorámica del papel que juega el crédito bancario en el pasivo total, en la cobertura de los activos corrientes (circulantes) y no corrientes (fijos), y en el nivel de los gastos financieros.



**FIGURA 15. MUESTRAS DE EMPRESAS CON DETALLE DE LA FINANCIACIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO: PROMEDIOS ANUALES DE *RATIOS* DE ESTRUCTURA FINANCIERA, COBERTURA DE ACTIVOS Y COSTES FINANCIEROS**



Los valores de la variable elegida, deudas totales con entidades de crédito respecto del pasivo total de las empresas, muestran una alta estabilidad durante los dos períodos que se definen por el marco contable al que se atienen los datos: el PGC de 1990, en 2005-06, y el PGC de 2007 en los restantes. La transición de los valores de la *ratio* entre uno (26%) y otro (38%) podría estar asimismo explicada por la elevación de los tipos de interés hasta 2007, que habría reducido el pasivo total por la vía de menores créditos de proveedores, al incrementarse el coste de oportunidad de los mismos. En cualquier caso, los tres últimos años, de plena vigencia de la crisis y de aplicación homogénea del nuevo PGC, pondría de manifiesto la dependencia de (sobre todo) pequeñas y medianas empresas de la financiación bancaria. Con la contrapartida de soportar gastos financieros (en relación con el pasivo total) que crecen de manera inmediata con las elevaciones de los tipos de interés y que, sin embargo, se desfasan al menos un año en poder beneficiarse de las bajadas de dichos tipos.

En cuanto a la funcionalidad del crédito bancario, la Figura 15 sugiere también el cortopla-

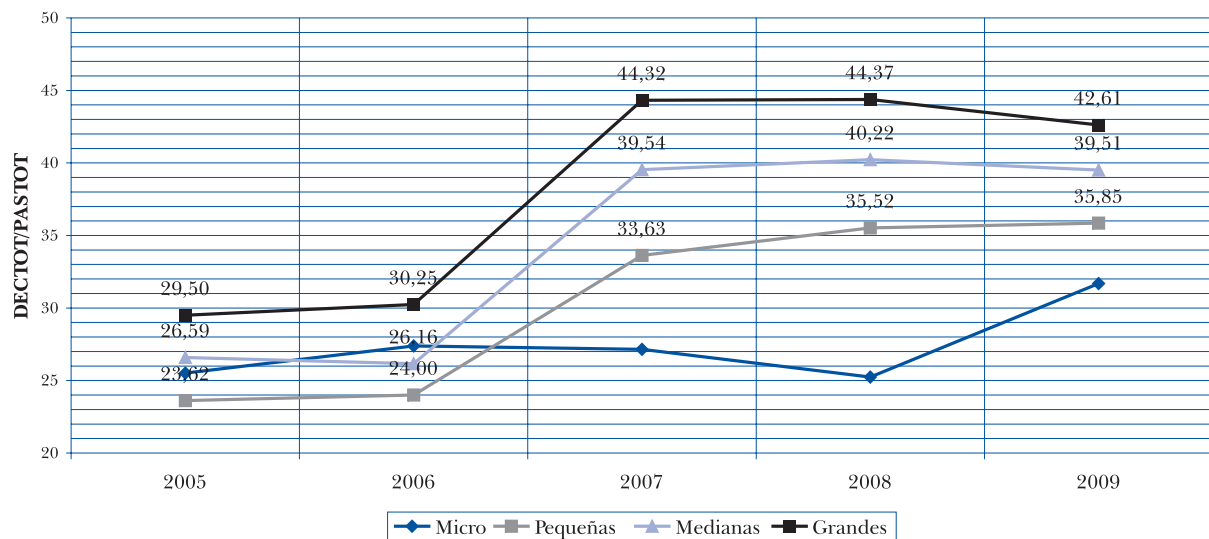
cismo que lo inspira. En la financiación de los activos corrientes con crédito bancario a corto plazo, la etapa de crecimiento empresarial hasta 2006 se ve acompañada por las entidades de crédito hasta representar el 31% de sus importes, a pesar de la elevación de los tipos de interés ya en ese mismo año. E incluso en los años más virulentos de la crisis, y ya con restricciones financieras, esa financiación a corto llega a cubrir más del 26% de los activos circulantes de las empresas consideradas. Una aparente paradoja que puede resolverse si se recuerda (Figura 12) el incremento de la liquidez de las PYME a partir de 2007, tanto por el menor coste de oportunidad de la misma (reducción de tipos y falta de expectativas de inversión) como por la práctica habitual de la banca de exigir «colaterales» bajo la forma de saldos indisponibles de tesorería, como requisito para conseguir o renovar créditos a corto. Cosa bien distinta sucede con la financiación bancaria a largo plazo cuando se relaciona con los activos no corrientes (fijos) de las empresas, con valores medios de la *ratio* que se reducen en 2009 prácticamente a la mitad de los de 2005. Lo cual sugiere que las



restricciones crediticias de la banca, basadas más en priorizar sus propios saneamientos y en la desconfianza hacia el sector real que en la inexistencia de proyectos rentables de inversión, condiciona las oportunidades de reactivación. Máxime cuando la exigencia de garantías reales a las empresas choca con la pérdida de valor de sus activos, en tanto no se destinen a finalidades productivas.

El análisis de esas mismas *ratios* de la financiación de entidades de crédito por segmentos de empresas, permite asimismo corroborar la preferencia de las entidades bancarias por las empresas de mayor tamaño. Recordando una vez más que los valores de las microempresas son muy poco significativos, debido al reducido número de ellas que aparecen en las muestras basadas en el formato normal de los depósitos.

**FIGURA 16. MUESTRAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC: PROMEDIOS ANUALES, POR SEGMENTOS, DE LAS DEUDAS TOTALES CON ENTIDADES DE CRÉDITO RESPECTO DEL PASIVO TOTAL**

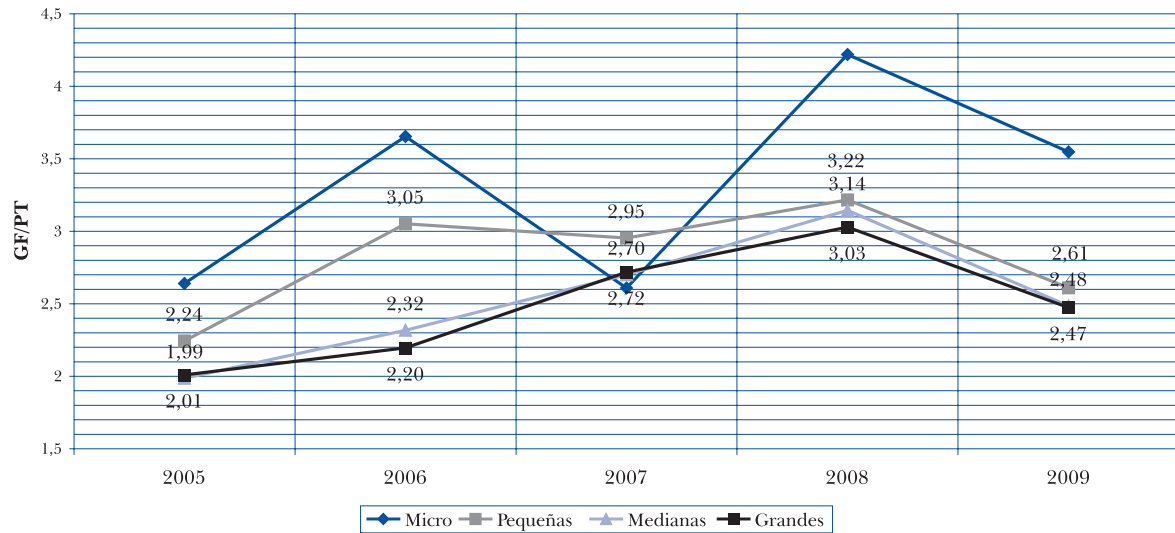


Las deudas totales con entidades de crédito respecto del pasivo total, por segmentos de dimensión, se visualizan en la Figura 16 y siguen las mismas tendencias ya comentadas en las muestras totales: relativa estabilidad de la financiación bancaria en los pasivos de todas las empresas, y posible incidencia del diferente marco contable de los datos, antes y después del PGC de 2007. La novedad, en este caso, es la de constatar que ese peso de la financiación bancaria total es directamente proporcional a la dimensión de las empresas prestatarias. Grandes y medianas empresas, además, sugieren poder reducir su apalancamiento bancario con la crisis, debido a su mayor capacidad para diversificar las fuentes financieras; en

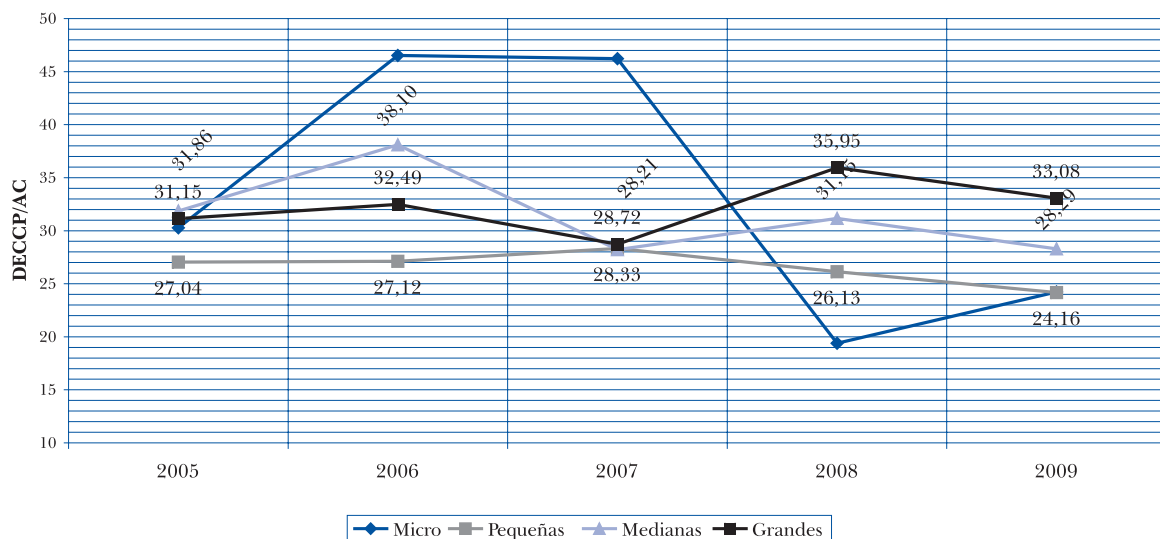
tanto que las pequeñas empresas alcanzan precisamente en 2009 el mayor valor de la *ratio*. En cuanto a la incidencia de los gastos financieros en el pasivo total (Figura 17), el impacto de la subida de tipos en 2007 se produce en todos los segmentos de empresas un año después; mientras que en 2009 la reducción de gastos financieros es generalizada, ya sea por el desapalancamiento de grandes y medianas empresas, o ya lo sea por la rebaja de tipos en las empresas pequeñas. En cualquier caso, la repercusión de los gastos financieros se acomoda a la clase de riesgo asociada, en principio y desde el punto de vista bancario, a la dimensión empresarial, y por ello siempre resulta superior en las pequeñas empresas.



**FIGURA 17. MUESTRAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC: PROMEDIOS ANUALES, POR SEGMENTOS, DE LA PONDERACIÓN DE LOS GASTOS FINANCIEROS RESPECTO DEL PASIVO TOTAL**

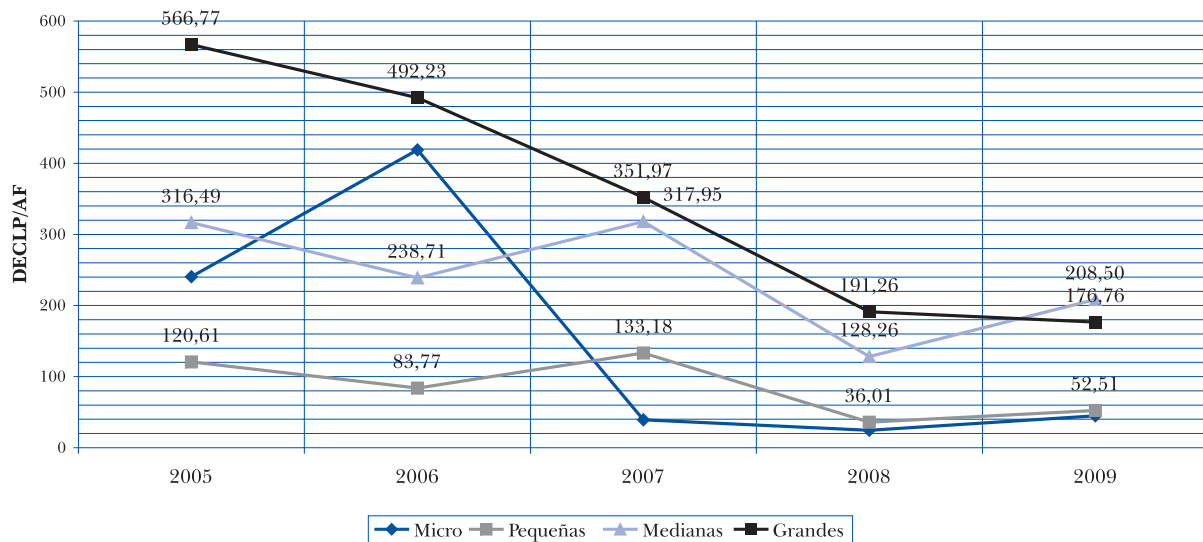


**FIGURA 18. MUESTRAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC: PROMEDIOS ANUALES, POR SEGMENTOS, DE LA COBERTURA DEL ACTIVO CIRCULANTE CON FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO DE ENTIDADES DE CRÉDITO**





**FIGURA 19. MUESTRAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC: PROMEDIOS ANUALES, POR SEGMENTOS, DE LA COBERTURA DEL ACTIVO FIJO CON FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO DE ENTIDADES DE CRÉDITO**



En cuanto a la funcionalidad, por plazos de concesión, de la financiación bancaria, la cobertura de los activos corrientes con deudas a corto alcanza sus menores valores pero su mayor estabilidad en las pequeñas empresas, que denotan su dependencia «pasiva» de esta financiación. Medianas y grandes empresas, por el contrario, con mayores valores de la *ratio* y mayores oscilaciones en la misma, sugieren una utilización «activa» de la financiación bancaria a corto, basadas en su mayor poder de negociación con las entidades de crédito. Por lo que respecta al peso de la financiación bancaria a largo plazo en los activos fijos de las empresas, de nuevo aparece de forma directa la variable dimensión para explicar sus mayores cuantías. En el caso de las grandes empresas, para sugerir el elevado endeudamiento bancario del que gozaron en la etapa de crecimiento económico y bajos tipos de interés, y que ahora con la crisis van reduciendo paulatinamente. En el caso de medianas y pequeñas empresas, con tendencias paralelas, pero con valores de la *ratio* en las primeras que triplican los de las pequeñas empresas. Y con un repunte al alza en

ambos segmentos en 2009, que sugiere su dependencia del crédito bancario para financiar sus activos fijos en el momento de mayor caída de la actividad.

## 6.2. RELACIONES CON LA RENTABILIDAD

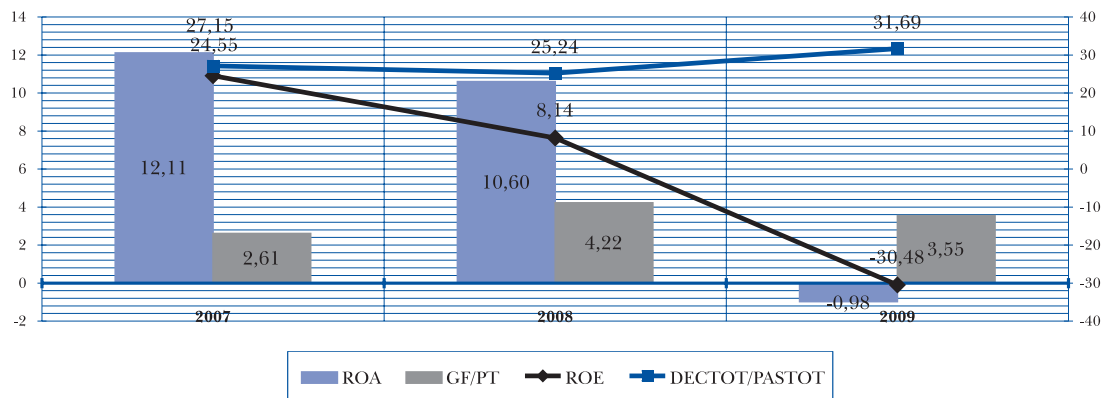
La última aproximación que se hace a la financiación crediticia de las PYME durante la reciente crisis, tan sólo pretende poner en paralelo la variable mediante la cual se ha cuantificado su incidencia (deudas totales con entidades de crédito respecto del pasivo total) con los factores usuales de la rentabilidad: rentabilidad económica (ROA), coste de la financiación (gastos financieros respecto del pasivo total), y rentabilidad financiera de los recursos propios (ROE), en los diferentes segmentos de dimensión disponibles y durante los años de mayor caída del ciclo y de mejor representatividad de las muestras. Es evidente que la financiación crediticia no explica la rentabilidad de los sectores económicos, pero sí condiciona sus expectativas de



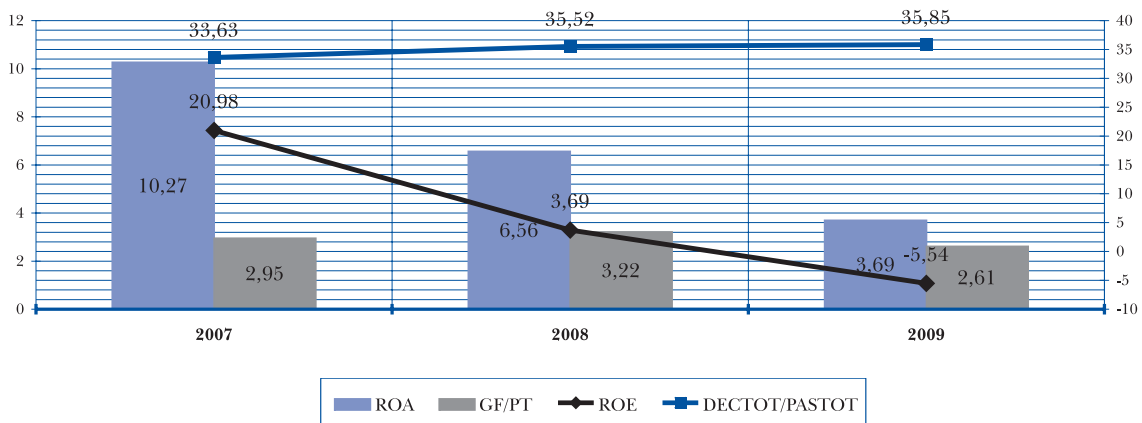
inversión rentable. De igual forma que es obvio que su coste sólo es una parte del coste financiero empresarial, pero su aplicación de primas de riesgo sobrevaloradas respecto del riesgo objetivo de los proyectos y que sólo consideran la dimensión empresarial, y su exigencia de

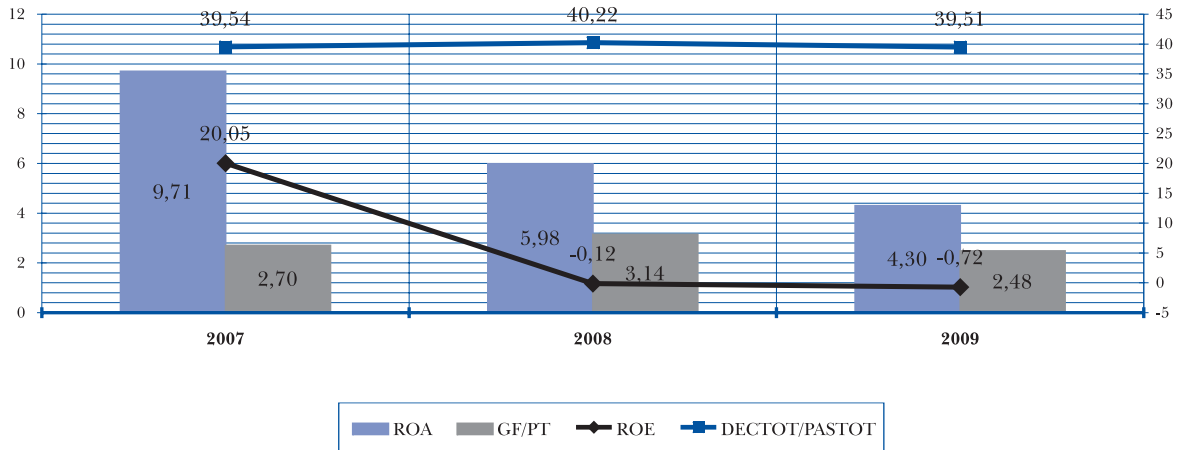
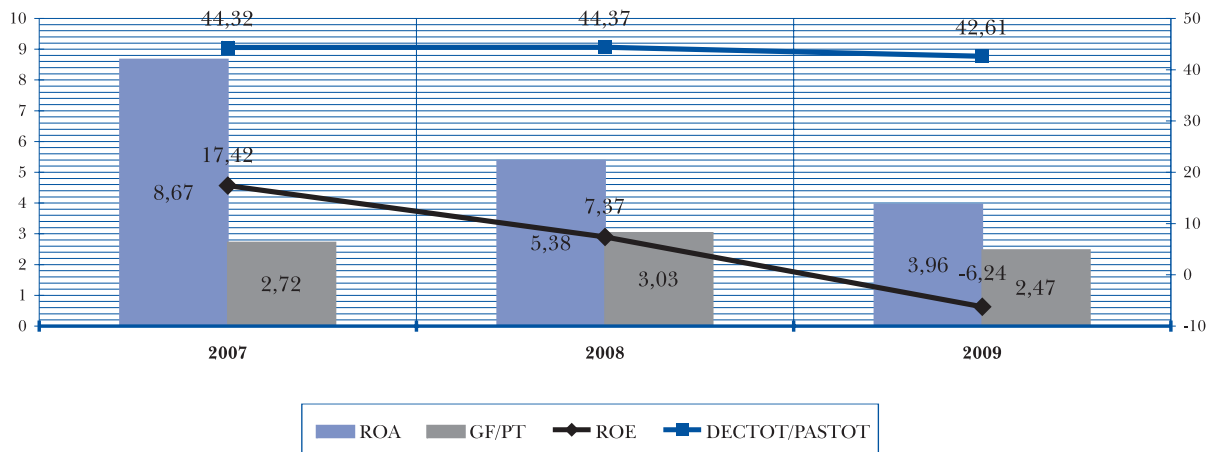
garantías reales, personales y de indisponibilidad de saldos en cuenta, internalizan en las empresas costes de oportunidad e implícitos que elevan los costes financieros hasta cifras imposibles de cubrir con la mermada rentabilidad económica.

**FIGURA 20. MICROEMPRESAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC:  
FACTORES PROMEDIO DE LA RENTABILIDAD**



**FIGURA 21. EMPRESAS PEQUEÑAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC:  
FACTORES PROMEDIO DE LA RENTABILIDAD**



**FIGURA 22. EMPRESAS MEDIANAS CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC:  
FACTORES PROMEDIO DE LA RENTABILIDAD****FIGURA 23. EMPRESAS GRANDES CON DETALLE DE FINANCIACIÓN DE EC:  
FACTORES PROMEDIO DE LA RENTABILIDAD**

Un ojeada de conjunto a los promedios de esos factores de la rentabilidad por segmentos, que se representan en las Figuras 20 a 23, pone de manifiesto la magnitud de la crisis económica desde 2007 a 2009, con caídas en la rentabilidad económica de todas las empresas, pero particularmente en las micro y pequeñas empresas, debido a la mayor sensibilidad de sus negocios ante la reducción de márgenes derivados de la

caída de la demanda, ante las menores posibilidades de diversificar sus fuentes de ingreso, y ante su mayor apuesta por mantener empleo, lo que reduce su productividad. Sus costes financieros han sido también los de mayores incrementos durante la crisis, debido a la relativa rigidez en su dependencia de la financiación crediticia y a las primas de riesgo que deben pagar por ella. Y de ahí que la rentabilidad de sus recursos propios



haya sido negativa en los promedios muestrales de sus segmentos en 2009. En las medianas empresas, su mejor resistencia a la crisis económica, por sus más amplios mercados y sus posibilidades de diversificar fuentes de ingresos, se ha visto afectada, más que en otros segmentos, por su mayor financiación bancaria y por una repercusión de la misma en sus costes financieros que casi está al nivel de las pequeñas empresas. Con lo que en valores medios muestrales, las medianas empresas entran en pérdidas ya desde 2008.

En síntesis, mientras que en la rentabilidad económica influyen las oportunidades de negocio, el grado de competencia sectorial y la propia eficiencia empresarial, en el apalancamiento financiero inciden de manera sustancial los créditos bancarios y los costes de la financiación, pero siempre de manera relacionada con la mera dimensión empresarial.

## 7. ALGUNAS CONCLUSIONES

El análisis de una base de datos contables empresariales con más de 500.000 ítems cada año, como la que proporcionan los depósitos de cuentas en los Registros Mercantiles, proporciona una perspectiva agregada de la economía española plenamente equiparable con la que se deduce del cuadro macroeconómico. En este trabajo, esa perspectiva es la que compara la rentabilidad promedio de los recursos propios de las PYME, entre 2005 y el avance de 2010, ponderada por la cifra de negocios de cada segmento de dimensión, y la evolución del PIB a precios de mercado de la economía española. Lo cual permite situar en 2006 el punto de inflexión entre la etapa previa de crecimiento económico y la posterior crisis económica y financiera, motivada tanto por la eclosión internacional de las *subprime* estadounidenses en 2007 como por el agotamiento del modelo económico interno español, basado tanto en la disponibilidad y el bajo coste de la financiación como en el auge de la promoción inmobiliaria, la construcción y los servicios.

Hasta 2007, las PYME españolas siguen la inercia del crecimiento anterior y de los planes

de inversión en curso, aunque ya ven reducirse sus magnitudes coyunturales de cifra de negocios y resultados netos, particularmente en las microempresas. Pero es en los años siguientes cuando esas magnitudes caen ya de manera radical en todos sus segmentos de dimensión, como en los resultados netos, con tasas interanuales y en términos reales que oscilan entre el -44% y el -54% en 2008, y entre el -19% y el -41% en 2009. Con una rentabilidad económica que se reduce de forma acelerada por el doble efecto de la caída de los márgenes de beneficio ante la recesión de la demanda, y por la menor rotación de los activos, debido al exceso de capacidad productiva instalada.

En los factores financieros de la rentabilidad, el elevado endeudamiento acumulado por las PYME durante la fase de tipos reales prácticamente nulos se enfrenta también en esos años de mayor virulencia de la crisis con la elevación de su coste, debido al alza de los tipos de interés ya desde 2006. Con lo que los costes financieros se incrementan, sobre todo en las microempresas, que resultan ser las más sensibles a las condiciones del entorno. En tanto que las necesidades de nuevo endeudamiento, para financiar las mayores existencias o los planes de inversión previos, no pueden ya cubrirse debido a las restricciones crediticias impuestas por las entidades bancarias.

El habitual resultado de esa doble concurrencia de menor actividad y endurecimiento de las condiciones crediticias es la sobreponderación de los recursos propios de las PYME, que incrementan su peso en la estructura financiera entre 4 y 7 puntos porcentuales entre 2007 y 2009, debido a las restricciones generalizadas al endeudamiento y a la elevación de su coste. Con una relación de las *ratios* de patrimonio neto respecto del pasivo total entre segmentos de dimensión empresarial que se ajusta, en general, a la calificación del riesgo crediticio que suele asociarse con la dimensión. De forma que las microempresas, con mayor prima de riesgo, son las que tienen que recurrir en mayor proporción a su patrimonio neto, seguidas de pequeñas y medianas empresas. Si bien en 2009 y en el avance de 2010, las pequeñas empresas denotan padecer en mayor





medida las restricciones financieras, posiblemente por su mayor participación en sectores industriales, con mayores necesidades de financiación de activos corrientes. Todo lo cual sugiere que la financiación ajena actúa con el habitual efecto procíclico en las PYME, reduciéndose con las caídas de la actividad e incrementándose con las recuperaciones de la misma.

Esa tendencia al alza en la solvencia de las PYME con la crisis, debido a su necesidad de recurrir a los fondos propios ante las restricciones en el endeudamiento, debe ponerse en paralelo con la de la liquidez, por tratarse ambos indicadores de sendas aproximaciones al riesgo financiero medidas, respectivamente, a través de variables fondo o variables flujo. En el caso de la liquidez de las PYME, sus niveles se ajustan al coste de oportunidad de mantenerla, con una tendencia alcista durante la larga etapa de reducidos tipos de interés que sólo se quiebra a la baja con las elevaciones de los mismos de 2006 y 2007, y que incluso en los años de mayor incidencia de la crisis vuelve a ser alcista, al reducirse de nuevo los tipos. Pero además de esa racionalidad financiera entre niveles y costes de oportunidad de la liquidez, la posición comparada entre segmentos de PYME sugiere la mayor «necesidad» de mantenerla en las microempresas, por el papel que suele jugar como garantía o «colateral» para acceder al crédito bancario a corto.

En cuanto al papel de los créditos de provisión en la financiación de las PYME españolas, la evolución de la *ratio* acreedores/deudores confirma tanto que el crédito de proveedores es una fuente de financiación estructural para micro y pequeñas empresas como que esa financiación se debe ajustar de forma «pasiva» a la crisis. Hasta 2007, la *ratio* permanece relativamente estable y muestra sus mayores valores en las micros y las pequeñas empresas, con cifras en éstas que prácticamente duplican las de las medianas empresas. Pero en 2008 y 2009, con el mayor impacto de la crisis, esta financiación «estructural» también se perjudica, y la *ratio* acreedores/deudores de micro y pequeñas empresas se reduce drásticamente, tanto por la necesidad de conceder

facilidades de crédito para estimular las ventas ante la menor actividad como por el menor crédito de proveedores que puede obtenerse en esas circunstancias.

La incidencia de los costes financieros sobre las PYME, sigue también las pautas habituales que se derivan de su limitado poder de negociación con las entidades de crédito: se incrementan de forma inmediata al socaire de la elevación de los tipos de interés, como sucede desde 2005, y se resisten a la baja cuando dichos tipos se reducen de nuevo, como en 2008 y 2009. Unos costes financieros sobre cifra de negocios que son muy parejos en todas las PYME, pero con los mayores niveles en las microempresas, debido a la mayor prima de riesgo inherente, en general, a su menor dimensión. Es de resaltar asimismo la similitud que existe entre la evolución de los gastos financieros sobre cifra de negocios y la de los tipos aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras, en nuevas operaciones y por importe no superior al millón de euros, lo que sugiere el elevado peso de la financiación bancaria en el balance de las PYME españolas.

La aproximación que se realiza al crédito bancario en la financiación de las PYME tiene menor representatividad, debido a la necesidad de disponer de depósitos de cuentas realizados en formato normal. Pero aún con las cautelas que son de aplicación, sugiere pautas de comportamiento de potencial interés, ya sea de forma agregada para todos los segmentos o de forma comparada entre ellos. Así, en general, la de la relativa permanencia de la *ratio* de deudas totales con entidades de crédito respecto del pasivo total de las empresas, que oscila alrededor del 38% durante los años de mayor incidencia de la crisis, lo que pondría de manifiesto la dependencia de (sobre todo) pequeñas y medianas empresas de la financiación bancaria. Con la contrapartida de tener que soportar gastos financieros (en relación con el pasivo total) que crecen de manera inmediata con las elevaciones de los tipos de interés y que, sin embargo, se retrasan al menos un año en poder beneficiarse de las bajadas de dichos tipos. En esa financiación crediticia, además, parece primar el «cortoplacismo», con una financiación



de activos corrientes con crédito bancario a corto plazo relativamente estable y que, incluso en los años más virulentos de la crisis y con restricciones financieras, llega a cubrir más del 26% de los activos circulantes de las empresas consideradas. Comportamiento bien diferente al de la financiación bancaria a largo plazo de los activos no corrientes de las empresas, con valores medios de la *ratio* que se reducen en 2009 prácticamente a la mitad de los de 2005. Unas restricciones a la inversión empresarial que condicionarían claramente la reactivación económica.

Por segmentos de dimensión, la financiación de las entidades de crédito respecto del pasivo total corrobora tanto su relativa estabilidad a lo largo del tiempo como su relación directa con el tamaño de las empresas prestatarias. Grandes y medianas empresas, además, sugieren poder reducir su apalancamiento bancario con la crisis, debido a su mayor capacidad para diversificar las fuentes financieras; en tanto que las pequeñas empresas alcanzan precisamente en 2009 el

mayor valor de la *ratio*. En cuanto a la incidencia de los gastos financieros en el pasivo total, su repercusión se ajusta a la clase de riesgo asociada, en principio y desde el punto de vista bancario, a la dimensión empresarial, y por ello siempre resulta superior en las pequeñas empresas. En cuanto a los plazos de concesión de la financiación bancaria, la cobertura de los activos corrientes con deudas a corto alcanza sus menores valores pero su mayor estabilidad en las pequeñas empresas, que denotan su dependencia «pasiva» de esta financiación. Mientras que en el peso de la financiación bancaria a largo plazo respecto de los activos fijos de las empresas, de nuevo aparece de forma directa la variable dimensión para explicar sus mayores cuantías. Todo lo cual confirmaría que en el apalancamiento financiero de las empresas inciden de manera sustancial los créditos bancarios y los costes de la financiación asociada a los mismos, pero siempre de manera relacionada con la mera dimensión empresarial.



# NUEVAS PERSPECTIVAS PARA EL CRÉDITO RELACIONAL A LAS PYME EN ESPAÑA

**Santiago Carbó Valverde**  
**Francisco Rodríguez Fernández**  
**Universidad de Granada**

## RESUMEN EJECUTIVO

Las pyme desempeñan un papel fundamental en el tejido productivo y muestran una dependencia muy significativa del crédito bancario para acometer sus proyectos de inversión. En este capítulo se sugiere que el sector bancario está abocado a emprender una mayor diversificación del crédito en el que la financiación de pyme debe ganar protagonismo. Esta tendencia contrasta, en cualquier caso, con las disposiciones regulatorias recientes –en particular los acuerdos de regulación de solvencia de Basilea III y su trasposición a Europa mediante la directiva CDR4– que penalizan el crédito a pyme tanto en términos de recursos propios exigidos como en el coste esperado de ese crédito.

En este capítulo se pone de relieve que las cajas de ahorros aglutinaron el mayor crecimiento en crédito a empresas en los años anteriores a la crisis en España. Esta importancia cuantitativa y cualitativa ha motivado, junto a otros factores, que tengan que realizar un esfuerzo especialmente intenso en la recomposición productiva de ese crédito, fundamentalmente mediante la reducción de la vinculación del mismo con el sector construcción. Aun con las dificultades que impone la crisis y partiendo de un mayor nivel de exposición en el crédito a empresas, los resultados sugieren que las cajas de ahorros –y los grupos que han formado desde 2009– han estado entre las entidades que menos han reducido el crédito a empresas durante la crisis. Algunos

resultados mostrados en este capítulo revelan que los grupos de cajas de ahorros pueden contar con algunas ventajas para explotar en mayor medida el crédito a pyme. Entre otras, su carácter relacional y su conocimiento del territorio donde se insertan parece conferirle al crédito concedido por las cajas una mayor capacidad de estímulo de la inversión de largo plazo de las pyme que en otras entidades financieras. Asimismo, las cajas parecen establecer menores restricciones para financiar a las pyme. En su conjunto, estas características hacen que los grupos de cajas –y el resto de entidades financieras– tengan en la inversión a pyme una apuesta de futuro, para lo que tendrán, en todo caso, que enfrentarse a desafíos importantes como es el desarrollo en mayor medida de las capacidades y modelos hoy existentes de gestión, evaluación y supervisión de crédito a empresas y sus riesgos aparejados.

## 1. INTRODUCCIÓN

El crédito a las PYME constituye un elemento esencial para el impulso de la actividad productiva en España. Al igual que en otros países europeos, las pyme desempeñan un papel fundamental en el tejido productivo y muestran una dependencia muy significativa del crédito bancario para acometer sus proyectos de inversión. La crisis financiera, sin embargo, ha tenido un impacto especialmente negativo sobre las pyme, en la medida en que las restricciones crediticias han afectado principalmente a este tipo de



empresas. A ello contribuyen dos aspectos interrelacionados. El primero de ellos, en los modelos de evaluación crediticia bancarios se valoran en mayor medida los proyectos empresariales que cuentan con la suficiente tradición, envergadura y producción de información, además de significativas garantías colaterales, características todas ellas más propias de las grandes empresas que de las pyme. En segundo lugar, la nueva regulación financiera –en particular la implementación de Basilea III y su traslación a Europa mediante la *Capital Requirements Directive 4* o CRD4– suponen una cierta amenaza para la financiación de la pyme en la medida en que el consumo de recursos propios de los créditos a este tipo de empresas son mayores que para los créditos a grandes corporaciones y en la medida en que el aumento de los requerimientos informativos para esta evaluación crediticia encarecerá el crédito especialmente en el caso de las pyme<sup>1</sup>.

Estas tendencias que parecen condicionar el futuro de la financiación bancaria a PYME contrastan, no obstante, con una necesidad de orientar el negocio bancario en mayor medida hacia la financiación de emprendedores y negocios innovadores, en la que las pyme tienen mucho que decir. Cuando en muchos mercados bancarios –el español, entre otros– sectores como el de la construcción han acaparado de forma muy considerable el crédito bancario en los años anteriores a la crisis, la orientación hacia otros negocios y la diversificación de la financiación con mayor protagonismo de las pyme parecen esenciales para la supervivencia y desarrollo del negocio financiero. Como se muestra en este capítulo, la combinación de un entorno regulatorio y competitivo exigente y la necesidad de orientar gran parte de la financiación bancaria hacia pyme requerirá de esfuerzos considerables en los sectores bancarios y exigirá una redefinición de la llamada «banca relacional», de la que las pyme se han beneficiado de forma particularmente significativa. Precisamente, uno de los principales exponentes de

esa banca relacional en España han sido tradicionalmente las cajas de ahorros, por su carácter eminentemente minorista, territorial y de cercanía al cliente.

En este capítulo se pasa revista a los principales retos que afronta la financiación bancaria a pyme en un entorno de crisis y más allá de la misma, como parte de lo que se considera la banca del futuro. Se presta especial atención al caso español. El capítulo se estructura en cinco apartados que siguen a esta introducción. En el apartado 2 se analizan los elementos básicos del paradigma tecnológico e informativo que explica las diferencias entre el crédito a pyme y el crédito a empresas, a partir del tipo de información que producen ambos tipos de corporaciones. El apartado 3 se centra en la necesidad de considerar tecnologías de crédito más allá de las convencionales para superar las restricciones financieras que habitualmente afrontan las pyme. La dinámica de estas restricciones financieras y sus efectos sobre la inversión a largo plazo de estas empresas se estudian en el apartado 4. El apartado 5 se centra en el caso español, con un repaso de la evolución reciente del crédito a empresas en España y, en particular, de la financiación de las pyme. El apartado 6 resume los principales resultados del estudio y los principales retos de futuro.

## **2. PARADIGMA TRADICIONAL DE TECNOLOGÍA DE CRÉDITO: CRÉDITO TRANSACCIONAL Y CRÉDITO RELACIONAL**

La literatura más reciente sobre financiación de empresas destaca la dicotomía existente entre «información blanda» e «información dura» en la evaluación del riesgo de los préstamos a empresas. En particular, se identifica la «información blanda» con el «crédito relacional», es decir, basado en la relación directa entre instituciones de crédito y empresas, mientras que por otro lado, la «información dura» se corresponde con el «crédito transaccional» basado en ratios y medidas objetivas (Frame *et al.*, 2001; Berger y Udell,

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo Standard and Poors (2011).



2002; Stein, 2002, Berger *et al.* 2005, Uchida *et al.*, 2011). Al contrario que la «información dura», la «información blanda» no es fácilmente cuantificable y es obtenida gradualmente a lo largo del tiempo a través del contacto de la entidad financiera con la empresa. La producción de información blanda mejora la productividad de la contratación de crédito e incluso facilita el acceso a la financiación bancaria de las empresas (Diamond, 1991; Boot y Thakor, 1994; Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995; Boot, 2000).

Algunos estudios recientes sobre crédito relacional han otorgado una importancia considerable a los evaluadores de créditos en las entidades bancarias (*bank loan officers*) dado su contacto y experiencia con los prestatarios. Específicamente, Berger y Udell (2006) señalan que estos empleados aportan una información fundamental para determinar la aprobación de un préstamo.

En todo caso, otros estudios han mostrado que las fricciones institucionales y la estandarización de modelos de evaluación crediticia pueden dificultar la comunicación de la información blanda producida dentro de la propia institución financiera (Berger y Udell, 2002; Alessandrini, 2009; Liberti and Mian, 2009). Además, a pesar de la importancia teórica de la banca relacional, todavía no hay una amplia evidencia empírica sobre el papel de la información blanda en el crédito a pyme. La teoría del crédito relacional sugiere que cabe esperarse que exista una asociación entre la producción de información blanda y las capacidades de los evaluadores de créditos que dependen de la frecuencia de contacto con el prestatario. En esta línea Uchida *et al.* (2011) sugieren que la información blanda producida es mayor a medida que el contacto con la empresa es más frecuente.

La dimensión de la institución financiera es otro factor importante a tener en cuenta. Berger *et al.* (2005) y Uchida *et al.* (2008) muestran que los bancos más pequeños son más eficientes en la producción de información blanda. No obstante, el modo en que se recopila información blanda no varía sustancialmente con la dimensión de la entidad financiera, aunque existe evidencia de

que las instituciones de mayor tamaño son menos eficientes en la producción de este tipo de información.

Berger y Black (2011) van más allá de este paradigma para analizar las ventajas comparativas de los bancos grandes y pequeños en tecnologías de crédito específicas. Sus resultados sugieren que los bancos grandes no tienen las mismas ventajas en todas estas tecnologías de crédito basado en la información dura y, además, estas ventajas aumentan de forma monótona con la dimensión de la empresa.<sup>2</sup> Asimismo, este estudio confirma que los bancos pequeños tienen una ventaja comparativa en préstamos «relacionales». Este hecho no es consistente con los modelos teóricos que argumentan que la banca pequeña es más eficiente que los grandes bancos en la producción de información blanda (Stein, 2002). De forma similar Agarwal y Hauswald (2010a, b) demuestran que existe autonomía entre las oficinas bancarias en la producción de información blanda, lo que otorga un valor diferencial a cada información producida. En este punto, el factor cercanía es también muy relevante. De Young *et al.* (2010) señalan que la distancia prestamista-prestatario se asocia de manera razonable con las características del prestatario, las características del prestamista, las condiciones del mercado, las restricciones regulatorias, los incentivos de riesgo moral y los incentivos principal-agente.

### 3. MÁS ALLÁ DE LAS TECNOLOGÍAS DE CRÉDITO CONVENCIONALES

La importancia que adquiere el crédito «relacional» para las pyme parece estar enfrentada en alguna medida a las tendencias regulatorias que, como respuesta a la crisis, tratan de estandarizar y sofisticar a la vez los modelos de evaluación de crédito. Sin embargo, en el sector bancario se percibe la necesidad de explorar tecnologías crediticias que permitan aprovechar las oportuni-

<sup>2</sup> Véase también Berger *et al.* (2011a y 2011b).



des que ofrece la banca relacional en relación a las pyme. Una prueba de ello es la intensificación de la participación de las entidades financieras en préstamos a pyme en los mercados emergentes. Es más, tanto en estos mercados como en los desarrollados se observa que las entidades de mayor dimensión están haciendo proliferar divisiones de negocio orientadas a la pyme para competir con las instituciones de menor tamaño y más vinculadas al territorio y una vía fundamental para ello es el uso de las nuevas tecnologías, modelos de negocio y sistemas de gestión de riesgos (De la Torre *et al.*, 2010).

En todo caso, la vinculación de las entidades financieras, con independencia de su dimensión, a las pyme, va más allá del crédito relacional (Berger y Udell, 2006). Las entidades bancarias están aplicando cada vez más a la financiación de las pequeñas empresas tecnologías de crédito transaccional adaptadas que facilitan el *arms-length credit* (crédito amplio para todas las empresas) tales como préstamos basados en activos, *factoring*, o *leasing*. Por ejemplo, con la producción de la información «dura» para PYME que se obtiene de las agencias o *bureaus* de crédito permite a los bancos inferir sobre el futuro desempeño de los préstamos, y por lo tanto, el uso de los mecanismos de evaluación de crédito (*screening*) en condiciones más favorables para las pyme, con costes suficientemente bajos para préstamos de pequeña escala (Jappelli y Pagano, 2002; Kallberg y Udell, 2003; Miller, 2003).

Otros de los modelos de financiación de pyme que más ha proliferado como alternativa al crédito relacional es el préstamo basado en los activos. La garantía de activos que son fáciles de liquidar (por ejemplo, equipos y determinados bienes inmuebles) ofrece una mayor garantía de pago y el cumplimiento del contrato, aun cuando los procesos de evaluación sean relativamente imperfectos (Gruner y Webber, 2009).

Además, las cuentas pendientes de cobro también pueden facilitar la financiación al constituir el principal colateral del *factoring*, mientras que el alquiler de material y activos a través de *leasing*

puede ayudar a superar dificultades transitorias de financiación.

Por lo tanto, poco a poco las entidades financieras están buscando el modo no sólo de aumentar sus préstamos más «relacionales» y basados en información blanda sino de utilizar otras tecnologías de evaluación de riesgos que se adapten mejor a las características de las pyme. De esta manera, las entidades de mayor dimensión pueden sumarse a los de menor tamaño a una mayor vinculación financiera con las pyme. En todo caso la diversificación de modelos de financiación está más presente en algunos países que en otros.

La combinación de diferentes tecnologías de financiación ofrece, además, posibilidades de venta cruzada que también mejoran la calidad de la información (Prager y Wolken, 2008). La venta de una amplia gama de servicios a la pyme se ha convertido, de hecho, en un referente para incrementar el contenido informativo en su evaluación crediticia (De la Torre *et al.*, 2010).

En el nuevo entorno competitivo que se está configurando con la crisis, algunas de las tecnologías aplicadas a los préstamos a las pyme (al margen del crédito relacional) se benefician de los efectos de las economías de escala y alcance. Por ejemplo, los modelos de *screening* exclusivos para pyme pueden tener más sentido si van destinado a un amplio número de ellas. Esto puede conferir alguna ventaja a las entidades de mayor tamaño en este nuevo contexto competitivo. Por otra parte, los grandes bancos pueden aprovechar también los beneficios de la escala aprovechando las plataformas de servicios, conocimientos técnicos y de tecnologías de información e infraestructuras amplias de *back-office* (procesamiento y tratamiento de datos). Por último, los grandes bancos están en mejores condiciones que los de menor dimensión para el desarrollo de sistemas de gestión de riesgos. En suma, la capacidad de servir a muchas empresas a través de plataformas multiservicio y redes de sucursales, así como a través de sofisticados modelos de negocio y gestión de riesgos en las entidades financieras de mayor tamaño puede contrarres-



tar en alguna medida la importancia de las relaciones de largo plazo y de cercanía de los bancos de menor dimensión (Márquez, 2008).

#### 4. RESTRICCIONES FINANCIERAS, GENERACIÓN DE RECURSOS INTERNOS E INVERSIÓN DE LAS PYME

Para entender cómo se definen las restricciones financieras que afrontan las pyme y el papel que instituciones como las cajas de ahorros pueden tener para aliviar esas restricciones, es preciso prestar atención a la relación entre los recursos generados por la entidad o *cash-flow* (entendido como los beneficios generados netos de provisiones y depreciación) y otras formas de financiación en relación a la inversión a largo plazo de las empresas. La realidad es que no todas las empresas tienen el mismo acceso a los recursos financieros y los recursos externos e internos no operan como sustitutivos perfectos debido a la existencia de costes de transacción, asimetrías de información o problemas de agencia, entre otros factores, que además tienden a exacerbarse en tiempos de crisis (Rahaman, 2011).

Gran parte de los estudios de referencia sobre financiación empresarial e inversión miden indirectamente las restricciones financieras de las empresas a través de la relación entre *cash-flow* e inversión. En este sentido, se entendería que a medida que esa correlación crece, las restricciones de financiación externa de la empresa aumentan, ya que sólo puede invertir cuando cuentan con un nivel suficientemente elevado de *cash-flow*. El trabajo seminal de Kaplan y Zingales (1997), sin embargo, argumenta que no existen razones teóricas para que la sensibilidad del *cash-flow* a la inversión crezca monótonamente con el grado de restricción financiera de la empresa. Para ello, aducen un amplio número de razones econométricas que ponen en cuestión la validez de anteriores investigaciones basadas en la relación entre *cash-flow* e inversión así como argumentos relacionados con la propia actitud inversora de la empresa. En particular, demuestran que algu-

nas empresas sólo invierten cuando tienen abundante *cash-flow* porque son conservadoras ante la inversión, no porque no tengan acceso al crédito. En la misma línea argumental relacionada con el conservadurismo y las restricciones financieras, Almeida *et al.* (2011) señalan que la seguridad de la inversión y la liquidez son complementarios y las empresas muchas veces sólo invierten cuando su *cash-flow* es menos volátil.

Como medida de restricciones financieras alternativa al *cash-flow*, otros estudios han empleado el acceso a líneas de crédito, como posibilidad de acudir al crédito de forma contingente. Sufi (2009) sugiere que la falta de acceso a una línea de crédito es una medida más exacta de restricción financiera externa que la medida tradicional de la sensibilidad al *cash-flow*. En particular, señala que los efectos de los recursos financieros sobre el crecimiento de la empresa son importantes para determinar el crecimiento de la misma. Las empresas con acceso más limitado a líneas de crédito pueden encontrar en los recursos internos disponibles la única alternativa para financiar su crecimiento pero una vez que van aumentando su tamaño esta restricción se diluye. Esta transición entre recursos internos y externos es particularmente pronunciada para las pequeñas empresas y las no cotizadas, que por otro lado muestran un grado de crecimiento más desproporcionado que las de tamaño mediano o las grandes empresas, sobre todo debido al efecto de la acumulación de recursos internos. Este argumento es compatible con la predicción teórica de Jovanovic (1982) de que el ritmo de crecimiento de una empresa disminuye con la edad de la misma.

Aun cuando la asociación entre inversión y *cash-flow* puede ser discutible, existe evidencia de que esta medida puede ser más adecuada en ambientes de incertidumbre en los cuales el acceso a la financiación externa es más limitado. En este sentido, Rahaman (2010) muestra que el incremento de la rentabilidad de la empresa funciona como medida de aproximación de eficiencia y de oportunidades de crecimiento en contextos de incertidumbre. De este modo, los



recursos internos generados pueden ser indicadores de inversión futura y oportunidades de crecimiento, además de constituir un valor de garantía colateral para las instituciones financieras en ambientes de asimetría de información. Por tanto, el acceso a los recursos internos de financiación puede jugar un papel doble de aproximación de capacidad financiera, así como una señal de calidad de oportunidades de crecimiento cuando se afronta un entorno de inestabilidad e incertidumbre financiera.

Cabe destacar también que en otros trabajos recientes se ha optado por medir directamente la sensibilidad del crédito a la inversión en pyme con diversas condiciones financieras (Carbó *et al.*, 2008 y 2009). Estos autores muestran que las pyme con mayores restricciones financiera dependen de la financiación de otras empresas para desarrollar sus proyectos de inversión, mientras que las pyme con mayor acceso al crédito presentan una relación positiva y estadísticamente significativa entre crédito e inversión a corto plazo, con independencia del nivel de cash-flow.

## 5. FINANCIACIÓN A LAS PYME EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS EMPÍRICO

En este apartado se realiza un análisis de la evolución reciente del crédito a empresas en España y del papel que las cajas de ahorros han desempeñado y pueden desempeñar en la financiación a las pyme. Para ello, se realiza en primer lugar un repaso de la evolución reciente de las principales magnitudes de financiación a empresas en España y, en segundo lugar, se ofrecen algunos resultados empíricos por tipos de entidades financieras.

### 5.1. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO A EMPRESAS EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

Desde el verano de 2007, el volumen de financiación de las empresas españolas comenzó a

decaer hasta alcanzar una tasa de variación negativa a partir del segundo trimestre de 2009. Como se muestra en el Gráfico 1, según datos del Banco de España, el crédito a empresas del sector bancario mantenía tasas de variación negativas trimestrales del orden del -0,5% durante 2010.

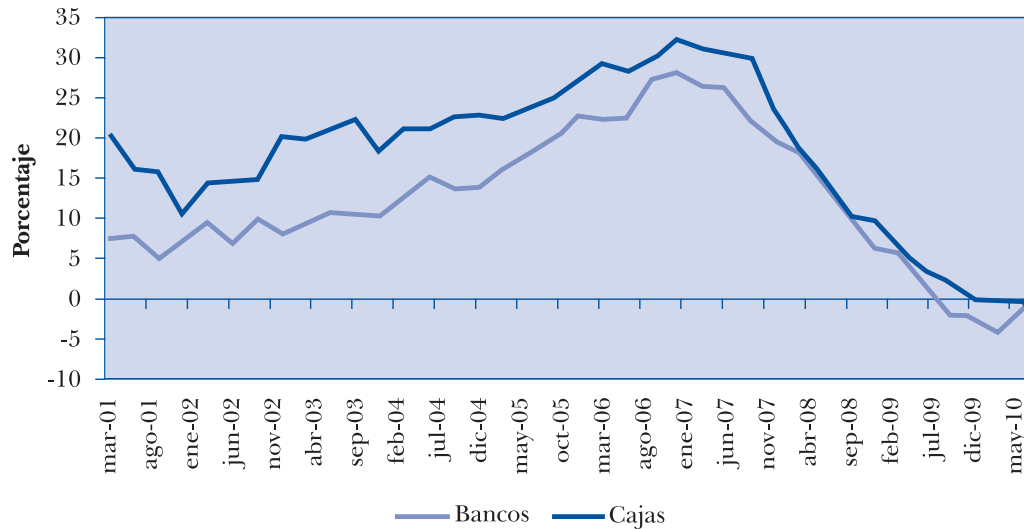
En cuanto a la contribución por tipo de entidad, destaca la tasa de variación del crédito de los bancos, que alcanzó una tasa positiva del 2,9% anual en 2010, mientras que por el contrario, las cajas de ahorros han experimentado una tendencia negativa siendo su tasa de variación del crédito a empresas del -3,9% en 2010.

El Gráfico 2 muestra la evolución del crédito por sectores productivos entre 2007 y 2010. Se observa una notable disminución en el crecimiento de la financiación bancaria en todos los ámbitos de la actividad empresarial desde el comienzo de la crisis. A lo largo del periodo analizado, las cajas de ahorros han dirigido su financiación principalmente hacia el crédito al sector servicios. La tasa de variación del crédito a este sector en las cajas alcanzó su máximo en marzo de 2007, con un 38,3%. Le sigue el crédito a la construcción, cuya tasa de variación más elevada se observó en septiembre de 2006, con un 34,2%. Desde esa fecha, la financiación destinada a la construcción ha experimentado una drástica corrección a la baja en las cajas, en consonancia con el ajuste en el mercado inmobiliario, situándose en un mínimo del -12,7% en 2010. La pérdida de peso de la construcción en el crédito de las cajas manifiesta las necesidades de redistribuir la financiación hacia otros sectores, en la medida en que aunque la actividad en la construcción vuelva a repuntar, las diferencias entre la demanda y el stock de oferta de inmuebles apuntan a crecimientos muy moderados en los próximos años en la construcción. En cuanto a los restantes sectores, en 2010 se observa una disminución de la financiación a la industria (-6,3%), mientras que el sector servicios sufre una caída del 1,7%. La única rama de actividad que muestra un ligero incremento del crédito es la agricultura (0,38%).



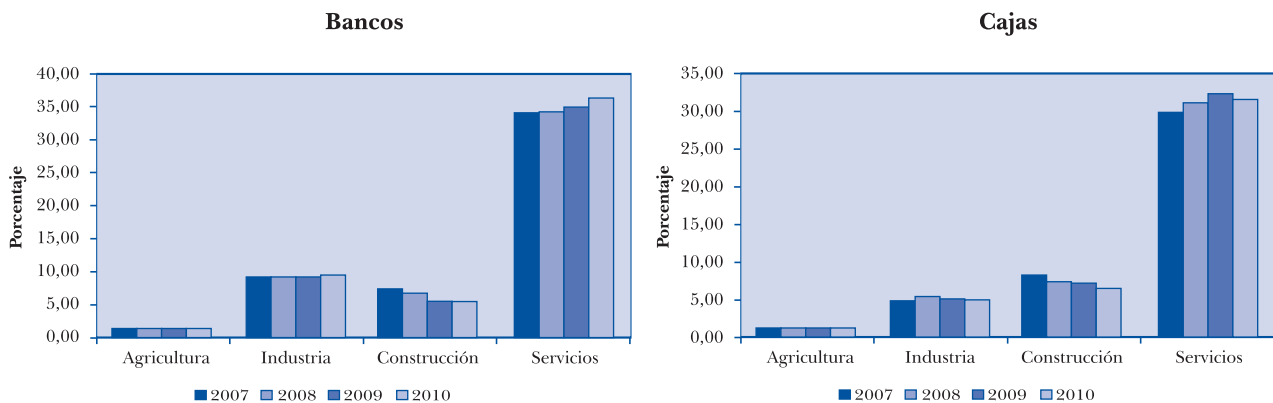


**GRÁFICO 1. TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS (2001-2010)**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

**GRÁFICO 2. PORCENTAJE DE CRÉDITO SOBRE EL TOTAL CONCEDIDO POR TIPO DE ENTIDAD Y SECTOR PRODUCTIVO**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

El análisis de concentración del crédito por sectores permite determinar la exposición de las entidades financieras españolas a diferentes tipos de actividades productivas. El Gráfico 2 muestra también cómo el sector servicios ha sido el principal receptor del crédito a empresas, tanto en el caso de los bancos como de las cajas de ahorros.

El crédito destinado al sector servicios por parte de las cajas de ahorros representaba ya el 31,61% en 2010 y el 36,17% para los bancos. Por su parte, el peso del crédito a la construcción en las cajas era de un 8,15% en 2007, y en 2010 había disminuido ya hasta el 6,27%. En cuanto a la financiación asignada al sector agrícola, ésta ha

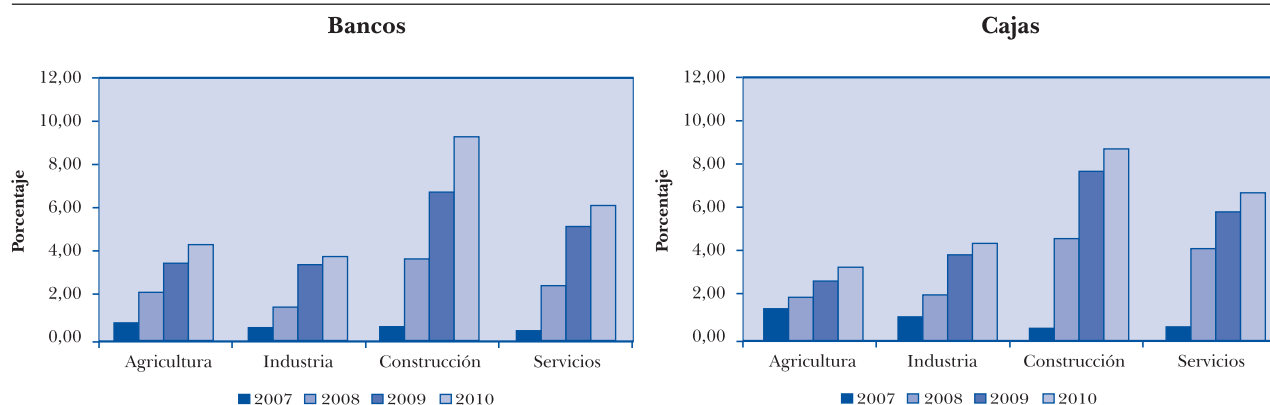


experimentado una caída gradual desde el 2,77% en 2007 hasta el 2,44% en 2010 en las cajas de ahorros.

La recomposición del crédito por tipos de actividad empresarial tiene un fundamento muy significativo en las tasas de morosidad observadas en cada segmento. En particular, la tasa de morosidad de los bancos en crédito a empresas alcanzó el 7,4% en 2010 y en las cajas de ahorros se situó en el 7,8%. De forma más detallada, el Gráfico 3 recoge la tasa de morosidad de por sectores productivos, donde se observan algunas diferencias considerables entre los mismos. El

sector que ha experimentado el mayor crecimiento en los niveles de morosidad a lo largo del periodo considerado ha sido el de la construcción. La tasa de morosidad del crédito a la construcción en los bancos alcanzó el 10,5% en 2010, siendo del 10,1% en las cajas. Le sigue el sector servicios, que presenta una tasa de morosidad promedio para los bancos del 7,5% y del 7,8% en las cajas. Asimismo, la mora del sector industrial era del 4,7% en los bancos, mientras que en las cajas de ahorros alcanzó el 5,1%. Finalmente, el sector agrícola registra las menores tasas de morosidad, siendo del 4% para los bancos y del 3,8% para las cajas.

**GRÁFICO 3. TASA DE MOROSIDAD DE BANCOS, CAJAS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

## 5.2. LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS EN LAS PYME EN ESPAÑA: EVIDENCIA EMPÍRICA

En la medida en que la financiación al sector de la construcción se reduce de forma necesaria como parte del ajuste que precisa el mercado inmobiliario, la financiación de empresas aparece como la principal alternativa de negocio para el entorno bancario post-crisis. En particular, las pyme, que concentran el 60% del empleo en España, se revelan como importantes receptoras potenciales de flujos de inversión crediticia.

En este apartado, se identifican algunos factores que revelan la vigencia e importancia del crédito relacional para las pyme españolas. Para desarrollar el análisis, se ha utilizado la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) para el período 2000-2008. Esta base de datos contiene información de balance y cuenta de resultados de las pyme, así como de otros rasgos distintivos entre los que destaca la identificación de la entidad financiera principal con la que trabaja cada una de las empresas. En este sentido, se emplea una muestra de 19.346 pyme de un amplio conjunto de sectores y se ha identificado el



tipo de entidad financiera (banco, caja) con el que trabajaban, si bien sólo se incluyen empresas que trabajaran con bancos o con cajas de ahorros para que la identificación sea más exacta.

Partiendo de esta muestra, se propone, en primer lugar, analizar el porcentaje de pyme que experimentan restricciones financieras en función del tipo de entidad financiera con la que mantienen una vinculación. Para ello, se utiliza un modelo empírico de desequilibrio<sup>3</sup> con tres ecuaciones simultáneas: una ecuación de demanda de crédito, una ecuación de oferta de crédito y una ecuación que estima el equilibrio entre demanda y oferta<sup>4</sup>:

- Como determinantes de la ecuación de demanda se incluye el tamaño de la empresa, su nivel de cash-flow en relación a los activos, su rentabilidad sobre activos, el tipo de interés Euribor a 1 año y el PIB en la región en la que actúa la pyme.
- Como variables explicativas de la oferta se incluyen los activos tangibles de la empresa (garantía colateral), el tipo de interés Euribor a 1 año, el tamaño de la empresa y el PIB en las regiones en que ésta actúa la pyme.

Las ecuaciones se estiman simultáneamente mediante el método generalizado de los momentos (GMM) con efectos fijos. Dado que la demanda y la oferta no son directamente observables, este modelo de desequilibrio estima valores a la oferta y demanda a partir del total de crédito bancario del que disponen las pyme y arroja valores de oferta y demanda para esa pyme. Lo que el modelo calcula finalmente es la probabilidad de que la demanda exceda a la oferta, en cuyo caso se entendería que la pyme afronta restricciones financieras. Debe señalarse, por lo tanto, que la definición que se emplea en este de

pyme con restricciones financieras se refiere a aquellas en las que se obtiene menos crédito del que se desea obtener. Por lo tanto, puede haber pyme que, contando con crédito bancario, sean consideradas como restringidas financieramente porque su demanda de crédito excede la oferta.

Los principales resultados se muestran en el Gráfico 4. El porcentaje de pyme con restricciones financieras promedio para todo el período 2000-2008 es 37,26%. Sin embargo, el porcentaje de pyme que tienen problemas para lograr la financiación que demandan es mayor en el caso de los bancos (39,83%) que en el de las cajas (35,71%). Asimismo, se observan importantes variaciones a dependiendo del período analizado. Entre 2000 y 2004, el porcentaje de pyme con restricciones financieras es del 31,18%, mientras que entre 2006 y 2008 se eleva hasta el 49,57%, por los efectos de racionamiento de crédito aparejados a la crisis financiera. En todo caso, durante este período también se observa que las pyme que se financian con cajas experimentan menores restricciones (48,41%) que las que lo hacen con bancos (50,93%).

Con objeto de dar mayor robustez a estas comparaciones, se proponen definiciones alternativas de restricciones financieras. En particular se examina la relación entre cash-flow e inversión descrita en el apartado 4 de este capítulo como una medida alternativa de restricciones financieras. Cuando esta relación se mide en empresas que no cotizan en bolsa, como es el caso de las pyme, la aproximación consiste en la estimación de una ecuación del tipo:

$$Inversión_t / activos\ totales_{t-1} = f(Inversión_{t-1}, Inversión^2, Cash\ flow_t / activos\ totales_{t-1}, nivel\ de\ ventas, deuda^2) \quad (1)$$

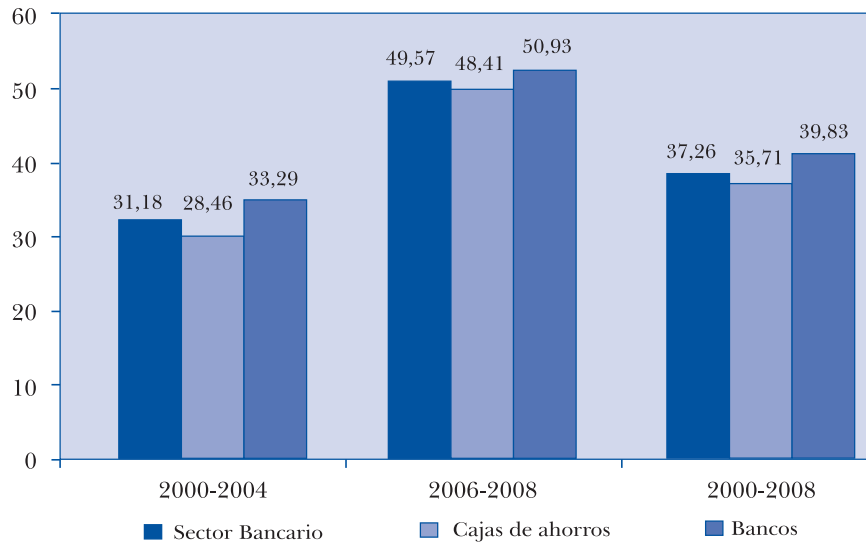
donde la inversión (consumo de capital fijo) se expresa como porcentaje de los activos totales al inicio del período, y se explica por un retardo de la inversión y la inversión al cuadrado, así como por el cash-flow sobre activos totales (que es la variable principal de la relación que se quiere mostrar) el nivel de ventas de la empresa (facturación total) y la deuda de la empresa (aproximada por la ratio «pasivos onerosos/activos totales»).

<sup>3</sup> Se trata de un modelo de desequilibrio en la medida en que permite que la demanda exceda a la oferta y exista racionamiento de crédito.

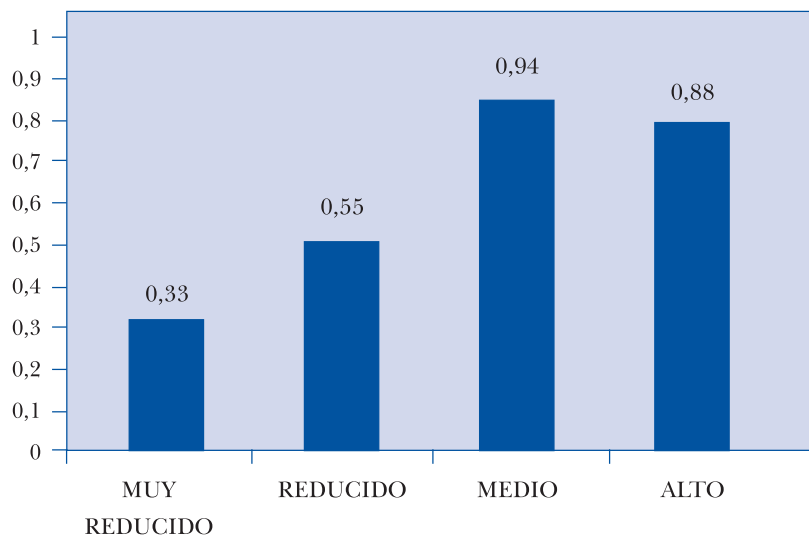
<sup>4</sup> Véase Carbó *et al.* (2009) para una descripción detallada de este modelo.



**GRÁFICO 4. RESTRICCIONES FINANCIERAS DE LAS PYME SEGÚN LA ENTIDAD FINANCIERA CON LA QUE SE MANTIENE LA RESTRICCIÓN CREDITICIA**



**GRÁFICO 5. CORRELACIONES ENTRE CASH-FLOW E INVERSIÓN EN LAS PYME ESPAÑOLAS Y NIVELES DE RESTRICCIONES FINANCIERAS (ALTO, MEDIO, BAJO Y MUY BAJO) (2000-2008)**





Las correlaciones entre cash-flow e inversión se muestran para cuatro cuartiles de restricciones financieras (muy reducido, reducido, medio y alto), de acuerdo al modelo de desequilibrio anteriormente estimado. Si bien se aprecia una diferencia significativa entre las pyme con niveles reducido y muy reducido de restricciones financieras y las de los niveles medio y elevado, no parece que las correlaciones entre cash-flow e inversión aumenten de forma monótonica a medida que estas restricciones financieras son más severas. Es más, la correlación estimada para el nivel medio de restricciones financieras (0,94) es superior a la observada para el nivel elevado de restricciones financieras (0,88). A la luz de estos datos, la evidencia no parece muy concluyente puesto que aunque el incremento es de casi medio punto porcentual entre las entidades menos restringidas y las más restringidas financieramente (por debajo y por encima de la mediana, respectivamente), la ausencia de una relación monótonica entre ambas variables plantea dudas respecto al valor de las correlaciones entre cash-flow e inversión como indicador de restricciones financieras en las pyme españolas, tal y como sugiere la literatura analizada en el apartado 4.

La ausencia de una relación definida entre la correlación cash-flow e inversión y los niveles de restricciones financieras estimados sugiere la necesidad de plantear hipótesis alternativas respecto a las condicionantes de los niveles de restricciones financieras de las pyme y respecto a las decisiones entre el recurso a la financiación externa y el empleo del cash-flow generado internamente. En particular, es posible que la dimensión de la empresa determine pautas de recurso a la financiación distintas, así como diferentes incentivos a la inversión y al crecimiento. En principio, cabría esperar que las empresas de mayor dimensión afrontaran menores restricciones financieras como consecuencia de su mayor capacidad de endeudamiento y mayor recurso a diversas fuentes de financiación. Sin embargo, en el caso de las pyme, esta financiación externa queda prácticamente reducida al crédito bancario y al crédito comercial. En este sentido, la hipótesis que se pretende contrastar es si la dimensión y el crecimiento de las pyme les impone mayores o menores dificultades

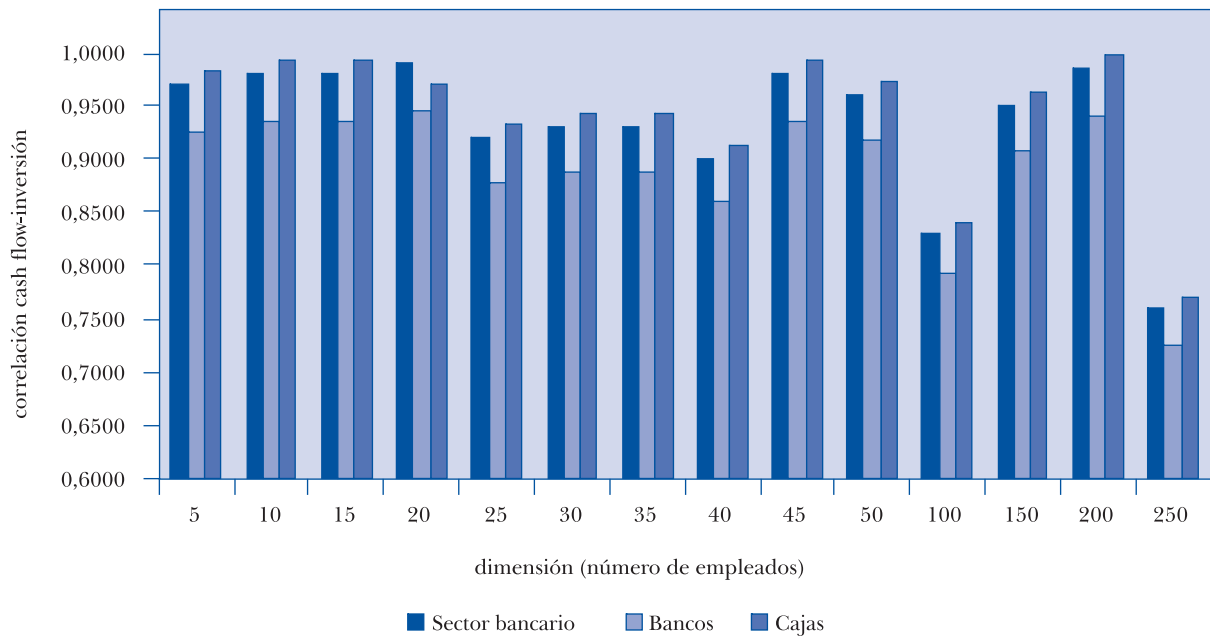
en términos de empleo de sus recursos de liquidez generados –cash flow– para la inversión o si, por el contrario, pueden recurrir con mayor facilidad a otras fuentes de financiación.

En el Gráfico 6 se muestran las estimaciones correspondientes a las correlaciones entre cash-flow e inversión para diferentes tamaños de las pyme, empleando como variable de dimensión el número de empleados. Se consideran hasta 14 grupos en función de la dimensión, desde empresas con menos de 5 trabajadores hasta empresas con entre 200 y 250 empleados. La bondad del ajuste del modelo parece elevada, dado que el valor de los coeficientes de determinación es 0,99 en todos los casos. El resultado general es que la dimensión, al igual que el nivel de restricciones financieras, no guarda una relación definida con la correlación entre inversión y cash-flow. Sin embargo, se observan algunas peculiaridades dignas de mención. Para las empresas entre 0 y 45 trabajadores sí que parece existir una relación inversa definida entre estas correlaciones y el tamaño de la empresa. En particular, las empresas con menor número de trabajadores parecen contar con correlaciones más elevadas, lo que se explica, probablemente, porque las empresas de tamaño muy reducido o que empiezan dependen de forma significativa de los niveles de cash flow generados para realizar sus inversiones. En cualquier caso, los niveles observados en las correlaciones para estas empresas se encuentran siempre por encima del 90% por lo que es difícil establecer hasta qué punto las diferencias entre las mismas son significativas.

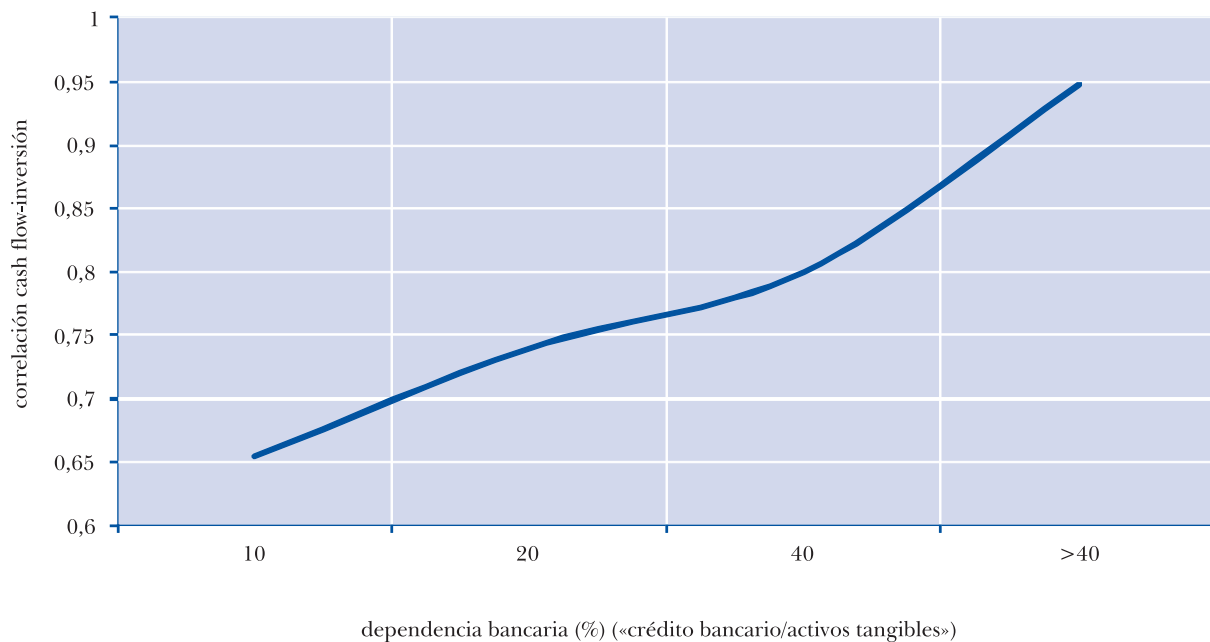
A partir del umbral de 45 trabajadores y hasta 150, sin embargo, el comportamiento es más irregular, no pudiendo definirse una pauta general de comportamiento. Sin embargo, para las empresas medianas a partir de 150 empleados y hasta 250, la correlación cash flow-inversión comienza a disminuir, probablemente como consecuencia de una mayor facilidad de acceso a la financiación bancaria. Asimismo, el Gráfico 6 muestra que, para todos los tamaños de pyme establecidos, las pyme que obtienen su financiación de cajas de ahorros tienen menos restricciones financieras que aquellas que la obtienen de bancos.



**GRÁFICO 6. DIMENSIÓN Y CORRELACIÓN INVERSIÓN-CASH FLOW EN LAS PYME ESPAÑOLAS (2000-2008)**



**GRÁFICO 7. DEPENDENCIA BANCARIA Y CORRELACIÓN INVERSIÓN-CASH FLOW EN LAS PYME ESPAÑOLAS (1994-2004)**



Junto con la dimensión, también cabe plantear la hipótesis de que la correlación entre cash-flow e inversión pueda explicar más que el nivel de restricciones financieras de la empresa, la dependencia de la financiación externa de esa empresa. La dependencia financiera expresa el grado en que la empresa depende del crédito de las instituciones bancarias. En este sentido, ratios como «crédito/pasivos totales» expresan un mayor recurso a este tipo de financiación. Sin embargo, esta ratio también se emplea habitualmente como medida de menores restricciones financieras, cuando se asume que las principales alternativas de financiación son el crédito bancario y el crédito comercial, así como una preferencia del primero sobre el segundo. Por lo tanto, dado que en las pyme esta ratio puede expresar tanto dependencia como capacidad de acceso a la financiación bancaria, parece interesante estudiar si la correlación entre cash-flow e inversión aumenta o disminuye con la dependencia financiera medida directamente a través del peso relativo del crédito en el pasivo.

Las correlaciones entre cash-flow e inversión se muestran junto al nivel de dependencia financiera en el Gráfico 7. Se definieron cuatro niveles de dependencia financiera empleando los cuatro cuartiles para la ratio «créditos bancarios/activos tangibles». El principal resultado es que, en este caso, sí que parece existir una relación monótonica y creciente entre el nivel de dependencia financiera y la correlación entre cash-flow e inversión. En este sentido, el resultado arroja cierta luz sobre la paradoja en la interpretación de la relación entre estas correlaciones y el acceso a la financiación. En particular, parece compatible un mayor uso del crédito con una mayor correlación entre los recursos internos generados de liquidez y la inversión. En este sentido, las pyme pueden recurrir de forma creciente a la financiación bancaria y, a su vez, emplear su cash-flow para las inversiones sin que esto suponga que tengan que estar necesariamente restringidas en el acceso a la financiación.

### 5.3. CRÉDITO A LAS PYME E INVERSIÓN

El último ejercicio empírico propuesto en este capítulo consiste en analizar la relación entre crédito e inversión en las pyme españolas, con objeto de contrastar si existen diferencias entre bancos y cajas de ahorros en los efectos que su financiación puede tener sobre la inversión a largo plazo de las pyme. Para estimar estos efectos es preciso tener en cuenta que la dirección de causalidad entre inversión y crédito no está definida. En particular, es posible tanto que el crédito estimule los niveles de inversión como que las empresas precisen de mayor financiación para estimular la inversión a medida que ésta crece. En este sentido, para contrastar la dirección de la relación causal y su magnitud se propone un modelo de predictibilidad en el que se entiende que una variable  $x$  predice el comportamiento de la variable  $y$  cuando se cumplen dos condiciones:

i) Que la variable  $x$  sea significativa cuando se incluye una regresión de serie temporal de la variable  $y$ :

$$y_t = \alpha_0 + \sum \beta_i y_{t-i} \quad (2)$$

$$y_t = \alpha_0 + \sum \beta_i y_{t-i} + \sum \gamma_i x_{t-i} \quad (3)$$

ii) que la variable  $y$  no sea significativa cuando se incluye en una regresión de serie temporal de la variable  $x$ :

$$x_t = \alpha_0 + \sum \gamma_i x_{t-i} \quad (2)$$

$$x_t = \alpha_0 + \sum \gamma_i x_{t-i} + \sum \beta_i y_{t-i} \quad (3)$$

Si ambas variables,  $x$  e  $y$ , explicaran la evolución de la otra, entonces entenderíamos que existe causalidad en ambas direcciones y que, probablemente un tercer factor esté explicando la evolución tanto de  $x$  como de  $y$ . Para la estimación de las ecuaciones (2) a (5) con datos de panel se sigue la metodología de Holtz-Eakin *et al.* (1988). La adecuada identificación de las ecuaciones



requiere las series de datos sean estacionarias. La estimación se realiza mediante mínimos cuadrados en dos etapas con efectos fijos. Al igual que en las especificaciones anteriores las variables relacionadas son el crédito bancario en el pasivo

de la pyme y la inversión de la misma en capital fijo. Los resultados del análisis de predictabilidad se muestran en el Cuadro 1 para el conjunto de la muestra y sugieren que es el crédito el que predice el nivel de inversión.

**CUADRO 1. ANÁLISIS DE PREDICTABILIDAD: CRÉDITO BANCARIO E INVERSIÓN EN LAS PYME ESPAÑOLAS (2000-2008)**  
Mínimos cuadrados en dos etapas con efectos fijos

“Crédito bancario” PREDICE “Inversión”			“Inversión” PREDICE “Crédito bancario”		
	Retardos	Test-F		Retardos	Test-F
<i>SI</i>	1	5,02	<i>NO</i>	1	0,11
<i>SI</i>	2	6,31	<i>NO</i>	2	0,04
<i>SI</i>	3	512	<i>NO</i>	3	0,03

Una vez aproximada la dirección de causalidad, se contrastan los coeficientes estimados de la relación entre crédito e inversión en las pyme comparando aquellas que se financian con bancos y las que lo hacen con cajas de ahorros. Se observa que la relación entre crédito e inversión es más marcada en las cajas para el conjunto del período 2000-2008, con un coeficiente estimado para la inversión a largo plazo de 0,14, frente al 0,10 estimado para los bancos. Esta relación implica que un aumento del crecimiento del crédito a pyme de las cajas del 10% (variación en la tasa de crecimiento) se traduce en un aumento de la inversión del 1,4%, frente al 1,10% de los bancos, siendo las diferencias entre ambos grupos estadísticamente significativas.

## 6. CONCLUSIONES: EL CRÉDITO A LAS PYME COMO ELEMENTO ESENCIAL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA POST-CRISIS

La evidencia recogida en estas líneas muestra que el crédito relacional proporcionado por las cajas –y los grupos que han formado desde 2009– tiene un papel diferencial destacado en la financiación e inversión de las pyme en España. En este sentido, cabe destacar que la existencia de restricciones

financieras para las pyme parte de una dependencia generalmente elevada de la financiación bancaria y de una preferencia por este tipo de financiación respecto al crédito comercial que, en principio, se supone más costoso. En este punto, el papel del crédito relacional –el que se basa en la información obtenida en las relaciones a largo plazo entre empresas y entidades financieras– se presupone fundamental para que la financiación fluya a las pyme, dado que éstas ofrecen normalmente una información más opaca que las grandes corporaciones.

En este capítulo se muestra cómo las cajas aglutinaron el mayor crecimiento en crédito a empresas en los años anteriores a la crisis. Esta importancia cuantitativa y cualitativa ha motivado, junto a otros factores, que tengan que realizar un esfuerzo especialmente intenso en la recomposición productiva de ese crédito, fundamentalmente mediante la reducción de la vinculación del mismo con el sector construcción. Aun con las dificultades que impone la crisis y partiendo de un mayor nivel de exposición en el crédito a empresas, los resultados sugieren que las cajas de ahorros han estado entre las entidades que menos han reducido el crédito a empresas durante la crisis.

Por otro lado, también se muestra que el sector bancario está abocado a emprender una





mayor diversificación del crédito en el que la financiación de pyme debe ganar protagonismo. Esta tendencia contrasta, en cualquier caso, con las disposiciones regulatorias recientes –en particular los acuerdos de regulación de solvencia de Basilea III y su trasposición a Europa mediante la directiva CDR4– que penalizan el crédito a pyme tanto en términos de recursos propios exigidos como en el coste esperado de ese crédito.

Algunos resultados mostrados en este capítulo sugieren también que los grupos de cajas de ahorros pueden contar con algunas ventajas para explotar en mayor medida el crédito a pyme. Entre otras, su carácter relacional y su conocimiento del territorio donde se insertan parece conferirle al crédito concedido por las cajas una mayor capacidad de estímulo de la inversión de largo plazo de las pyme que en otras entidades financieras. Asimismo, los grupos de cajas parecen establecer menores restricciones para financiar a las pyme. En su conjunto, estas características hacen que estas entidades –y el resto del sistema financiero– tengan en la inversión a pyme una apuesta de futuro, para lo que tendrán, en todo caso, que enfrentarse a desafíos importantes como es el desarrollo en mayor medida de las capacidades y modelos hoy existentes de gestión, evaluación y supervisión de crédito a empresas y sus riesgos aparejados.

## BIBLIOGRAFÍA

- Agarwal, S., Hauswald, R., 2010a. Authority and information. Discussion paper, SSRN n.º. 1566062.
- Agarwal, S., Hauswald, R., 2010b. Distance and private information in lending. *Review of Financial Studies* 23, 2757-2788.
- Alessandrini, P., Presbitero, A., Zazzaro, A., 2009. Banks, distances and financing constraints for firms. *Review of Finance* 13, 261-307.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., 2011. Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless. *Journal of Corporate Finance* 17, 675-693.
- Berger, A.N., Black, L.K., 2011. Bank size, lending technologies, and small business finance. *Journal of Banking and Finance*, 35, 724-735.
- Berger, A.N., Espinosa-Vega, M.A., Frame, W.S., Miller, N.H., 2011. Why do borrowers pledge collateral? New empirical evidence on the role of asymmetric information. *Journal of Financial Intermediation*, 20, 55-70.
- Berger, A.N., Miller, N.H., Petersen, M.A., Rajan, R.G., Stein, J.C., 2005. Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks. *Journal of Financial Economics* 76, 237-269.
- Berger, A.N., Udell, G., 1995. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business* 68, 351-381.
- Berger, A.N., Udell, G.F., 2002. Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure. *Economic Journal* 112, 32-53.
- Berger, A.N., Udell, G.F., 2006. A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking and Finance* 30, 2945-2966.
- Boot, A.W.A., Thakor, A.V., 1994. Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game. *International Economic Review* 35, 899-920.
- Boot, A.W.A., 2000. Relationship banking: what do we know? *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.
- Carbó S., Rodríguez, F. y G. Udell (2008), Bank lending, Financing Constraints and SME Investment, WP 2008-04, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Carbó, S., Rodríguez F. y G. Udell, (2009), «Bank market power and SME financing constraints», *Review of Finance*, vol. 13, 309-340.
- Cooley, T.F., Quadrini, V., 2001. Financial markets and firm dynamics. *American Economic Review* 91, 1286-1310.
- De la Torre, A., Martínez Pería, M.S., Schmukler, S.L., 2010. Bank involvement huir SME: Beyond relationship lending. *Journal of Banking and Finance* 34, 2280-2293.



- De Young, R., Scott, W.F., Glennon, D., Nigro, P., 2010. The information revolution and small business lending: The missing evidence. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2010-7.
- Diamond, D., 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economics* 99, 689-721.
- Evans, D.S., 1987a. Tests of alternative theories of firm growth. *Journal of Political Economy* 4, 657-674.
- Evans, D.S., 1987b. The relationship between firm size, age and growth: Estimates of 100 manufacturing companies. *Journal of Industrial Economics* 35, 567-581.
- Grunert, J., Weber, M., 2009. Recovery rates of commercial lending: Empirical evidence for German companies. *Journal of Banking and Finance* 33, 505-513.
- Frame, W.S., Srinivasan, A., Woosley, L., 2001. The effect of credit scoring on small business lending. *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 813-825.
- Holtz-Eakin D., Newey W. y H. Rosen (1988), «Estimating vector autoregressions with panel data», *Econometrica* 56, 1371-95.
- Hopenhayn, H., 1992. Entry, exit, and firm dynamics in a long run equilibrium. *Econometrica* 60, 1127-1150.
- Jappelli, T., Pagano, M., 2002. Information sharing, lending and defaults: Crosscountry evidence. *Journal of Banking and Finance* 26, 2017-2045.
- Jovanovic, B., 1982. Selection and the evolution of industry. *Econometrica* 50, 649-670.
- Kallberg, J., Udell, G., 2003. The value of private sector business credit information sharing: The US case. *Journal of Banking and Finance* 27, 449-469.
- Kaplan, S., Zingales, L., 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112, 169-215.
- Liberti, J., Mian, A., 2009. Estimating the effect of hierarchies on information use. *Review of Financial Studies* 22, 4057-4090.
- Marquez, J., 2008. Introduction to credit scoring for small and medium enterprises. Banco de Mexico.
- Miller, M. (Ed.), 2003. *Credit Reporting Systems and the International Economy*. MIT Press, Cambridge.
- Petersen, M.A., Rajan, R.G., 1994. The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance* 49, 3-37.
- Prager, R., Wolken, J., 2008. The evolving relationship between community banks and small businesses: Evidence from the surveys of small business finances. Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 2008-60.
- Rahaman, M.M., 2011. Access to financing and firm growth. *Journal of Banking and Finance* 35, 709-723.
- Standard and Poors (2011): «Why Basel III And Solvency II Will Hurt Corporate Borrowing In Europe More Than In The U.S.», septiembre.
- Stein J.C., 2002. Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms. *Journal of Finance* 57, 1891-1921.
- Sufi, A., 2009. Bank lines of credit in corporate finance: an empirical analysis. *Review of Financial Studies* 22, 1057-1088.
- Uchida, H., Udell, G., Watanabe, W., 2008. Bank size and lending relationships in Japan. *Journal of the Japanese and International Economics* 22, 242-267.
- Uchida, H., Udell, G.F., Yamori, N., 2012. Loan officers and relationship lending to SME. *Journal of Financial Intermediation*, 21, 97-122.



# BANCA COMERCIAL Y DE EMPRESAS, FINANCIACIÓN Y SERVICIOS A LA PYME

**Jaime Romagosa Soler**  
**Banco Santander**

## RESUMEN EJECUTIVO

Tras presentar un breve diagnóstico de la Pyme en España, este trabajo aborda en qué consiste y qué instrumentos se utilizan en la estrategia bancaria orientada al negocio financiero con las Pymes, del que se estima que supone aproximadamente el 30 por cien de la cuenta de resultados en el conjunto de la banca española. Este negocio tradicionalmente era atendido por las cajas de ahorro, pero desde hace dos décadas los bancos españoles han ido entendiendo las necesidades de las Pyme y han formulado enfoques dirigidos a su captación, adoptando modelos de riesgo y de servicios específicos. La atención personalizada, el establecimiento de Centros Pyme y la oferta de productos de servicios financieros y acompañamiento a los empresarios son fundamentales en esta estrategia, que establece diferencias por segmentos de Pyme en función del tamaño de las empresas o negocios –por rango de facturación, nivel de riesgo con la entidad y demanda de productos bancarios–. La gestión del riesgo combina dos enfoques: uno «caracterizado», en el que trabajan conjuntamente con los gestores comerciales –que conocen y siguen a cada empresario– los analistas de riesgo, y otro «estandarizado» de carácter más masivo, mediante procesos automáticos. En el primero se encuentran las Pyme de mayor tamaño y demandas más sofisticadas y en el segundo las restantes. El trabajo concluye con un apartado sobre el futuro de la Pyme y su necesidad de reforzar la innovación y eficiencia, así como desarrollar políticas público-privadas de internacionalización.

La pequeña y mediana empresa (Pyme) es hoy el centro de atención de todos los actores económicos, políticos y sociales.

España ha sido y es fundamentalmente una economía basada en las pymes y en el sector servicios. La actual situación de profunda crisis que atravesamos tiene su origen no sólo en la crisis financiera internacional sino en la propia dinámica del modelo de crecimiento que adoptó el país en la década del 2000, apalancado en el espejismo de un sector inmobiliario que parecía no tener límite en su crecimiento y que ofrecía grandes oportunidades de riqueza para todos, ciudadanos, entidades financieras y Administraciones Públicas. El pinchazo de la burbuja nos ha resituado en la realidad y pone al descubierto las debilidades estructurales.

En este contexto el lector puede pensar que las pymes españolas tienen un futuro muy difícil. A la crisis económica general que vive el país, la problemática de la deuda soberana, las medidas de ajuste del gasto público para situarnos en la senda de déficit tolerable para los mercados y las restricciones de crédito que impone la situación de liquidez y los nuevos requerimientos de capital para las entidades financieras, se unen factores particulares que impactan a la situación de las pymes:

- La globalización de los mercados impone dinámicas competitivas que exigen permanentes mejoras de productividad y el



desarrollo de economías de escala y alcance.

- El acelerado cambio tecnológico y el frenético avance de las TIC se ha convertido en uno de los factores claves competitivos que no siempre están accesibles a las Pymes por razones de tamaño, conocimiento y necesidades de inversión.
- La dificultad de acceder a los mercados de capitales para financiar proyectos de inversión, fusiones y adquisiciones que exigen una asunción de capital-riesgo.

Probablemente esta forma de ver las cosas corresponde a lo que, en el argot coloquial, se denomina «la botella medio vacía». No les faltarían elementos de razón a quienes opinen así. Pero en mi actividad diaria que se desarrolla en el ámbito de un proyecto de apoyo a la internacionalización de empresas y pymes en una entidad financiera, me encuentro con empresarios que son capaces de reinventarse todos los días, que buscan alianzas para superar las debilidades estructurales propias de su tamaño, que han hecho de los términos innovación, diversificación y competitividad su razón de ser, que han entendido que hay que salir al exterior cuando el mercado en casa está difícil, que ven el ser pequeños como una oportunidad de arañar posiciones de mercado, que son grandes de espíritu... son los de la «botella medio llena». A ellos va dedicado este capítulo.

En las próximas páginas el lector encontrará información sobre:

- la composición del tejido empresarial español y la participación de las pymes.
- unas interesantes conclusiones de la radiografía estratégica de las pymes españolas extraídas del INFORME PYMES ESPAÑA 2011, elaborado por FAEDPYME, Fundación de Análisis Estratégico para el Desarrollo de las Pymes, que integran la Universidad de Cantabria, la

Universidad de Murcia y la Universidad Politécnica de Cartagena, publicado recientemente.

- una visión de la opinión y comportamiento financiero de las pymes españolas con las entidades financieras basado en el Informe 2011 «Comportamiento Financiero de las pymes» de FRS-INMARK e información propia.
- las estrategias de gestión interna de la Banca Española con este segmento de clientes.
- la oferta de productos de financiación y servicios bancarios.
- unas reflexiones y propuestas sobre medidas de impulso y proyección de futuro para nuestras pymes.

## 1. EL ECOSISTEMA EMPRESARIAL ESPAÑOL

### 1.1. LA DEFINICIÓN DE PYME

Según la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, en su artículo 2, define a las pequeñas y medianas empresas (PYME) como aquellas por empresas que ocupan entre 10 y 250 personas y cuyo volumen de negocio anual es superior a 2 millones de euros pero no excede de 50 o cuyo balance general se sitúa entre los 2 y 43 millones de euros.

Adicionalmente se establece una sub-segmentación según los mismos criterios:

- Mediana empresa:
  - Empleados entre 50 y 250.
  - Facturación entre 10 y 50 millones de euros.
  - Activos entre 10 y 43 millones de euros.



- Pequeña empresa:
    - Empleados entre 10 y 50.
    - Facturación entre 2 y 10 millones de euros.
    - Activos entre 2 y 10 millones de euros.
  - Microempresa:
    - Menos de 10 empleados.
    - Facturación menor a 2 millones de euros.
    - Activos menores a 2 millones de euros.
- Este criterio de segmentación, de carácter oficial, es el más habitualmente utilizado por las entidades financieras españolas aunque establecen, desde el punto de vista de gestión interna criterios complementarios como comentamos en el apartado siguiente de este capítulo.
- 4,2% entre 10 y 49 empleados.
  - 0,6% entre 50 y 199 empleados.
  - 0,2% tiene más de 200 empleados.
- La participación autonómica en el tejido empresarial español está encabezada por:
  - Catalunya, 18,5%.
  - Andalucía, 15,4%.
  - Madrid, 15,3%.
  - Valencia, 10,7%.
  - Galicia, 6,0%.
  - País Vasco, 5,2%.
- La diversificación por actividad económica es:
  - Servicios: 53,2 %.
  - Comercio: 24,2 %.
  - Inmobiliario: 15,3 %.
  - Industria: 7,3 %.

## 1.2. EL MERCADO EMPRESARIAL ESPAÑOL

El mercado empresarial español alcanza, según los datos del INE a Diciembre 2010, un tamaño de 3.291.263 unidades empresariales, con las siguientes características:

- La evolución en los últimos 3 años muestra un descenso del 3,8 %:
  - 2008: 3.422.239.
  - 2009: 3.355.830.
  - 2010: 3.291.263.
- En cuanto a la fórmula jurídica:
  - El 53,1% son personas físicas (1.745.912 empresarios)
  - El 46,9% son entidades jurídicas (1.545.351 empresas).
- La distribución por número de empleados es:
  - 53,9% no emplea a ningún asalariado.
  - 41,1% tiene entre 1 y 9 empleados.

Esta información introductoria, que encontrarán ustedes más detallada en los anexos que acompañan este capítulo, me ha parecido útil en esta reflexión sobre la PYME española, su problemática actual y sus perspectivas de futuro.

España es un país de PYMES y una economía de servicios. El 99,88% de las unidades empresariales tienen menos de 249 asalariados y el 94% tienen menos de 10 trabajadores.

## 1.3. UNA RADIOGRAFÍA DE LA PYME ESPAÑOLA

FAEDPYME, Fundación de Análisis Estratégico para el Desarrollo de las Pymes, que integran la Universidad de Cantabria, la Universidad de Murcia y la Universidad Politécnica de Cartagena, acaba de publicar recientemente su IMFORME PYMES ESPAÑA 2011. Este estudio está basado en una muestra de 1.000 empresas españolas, con plantillas de entre 6 y 250 trabajadores, representativa de los sectores económicos y la geografía española.



■ **Rasgos característicos**

- Una antigüedad media de 20 años.
- El 72,9 % son empresas familiares.
- El 46,1 % de los gerentes cuentan con formación universitaria y una edad media de 49 años.
- El 38 % de las empresas encuestadas han exportado algo a lo largo del 2011.
- El 44 % opinan que el clima empresarial en el que se desenvuelven ha empeorado respecto al 2010 y el 43 % que se mantiene igual.
- Sólo el 32 % de las pymes realizan planificación estratégica formal (análisis de entorno, fortalezas y debilidades, y definición de estrategia competitiva).
- Las alianzas de cooperación para la comercialización de productos están presentes en el 30 % de los encuestados y en el 24 % para compras, siendo sólo el 15 % para temas relacionados con I+D.
- Los departamentos más desarrollados son los de contabilidad y finanzas (73.0 %), comercialización y ventas (59.1 %) y el departamento de operaciones y compras (56.4 %). Los departamentos de I+D+i (26.0 %), recursos humanos (37.9 %) y calidad (48.8 %) son los menos desarrollados en las estructuras organizativas de las Pyme.
- El 35,7 % de las empresas califican su posición tecnológica de fuerte, el 20,4 % tienen una tecnología buena, el 39,9 % de las empresas dispone de una tecnología sostenible y el 3,9 % tiene una tecnología débil.
- El 35,7 % de las empresas poseen una certificación de calidad, el 9,4 % no la posee pero está en proceso de obtenerla y el 54,9 % no la posee ni está en proceso.
- El 65 % ha realizado algún cambio innovador en productos o procesos,

pero sólo el 35 % en sistemas de gestión.

- 79 % tiene una página web, 83,3 % utiliza la Banca Electrónica y el 55 % realiza transacciones comerciales por Internet.
- La financiación externa, fundamentalmente bancaria, continúa siendo la primera fuente de financiación, frente a los fondos propios (capitalización de beneficios) o los aportes de capital.

■ **Factores clave de éxito**

El informe identifica como el perfil más característico de las pymes con éxito los siguientes:

- Tamaño mediano.
- No familiares.
- Gerentes con formación universitaria.
- Realizan planificación estratégica a medio plazo y siguen una estrategia exploradora.
- Tienen acuerdos con otras empresas en temas logísticos y tecnológicos.
- Prestan una dedicación especial, con recursos calificados, a actividades de I+D, Calidad y Gestión de Recursos Humanos.
- Poseen certificados de calidad de productos y procesos.
- Tienen un creciente posicionamiento en el uso avanzado de las TIC.
- Disponen de sistemas de gestión modernos sobre Contabilidad de Costes y Presupuestos Anuales.
- Obtienen su principal fuente de financiación en la retención de beneficios.

■ **Perspectivas para el 2012**

El estado de ánimo de nuestras pymes no es positivo para el 2012:



- 29,2 % manifiestan que reducirán el empleo.
- 33,5 % esperan descenso de sus ventas.
- 44,2 % considera que el clima empresarial se deterioró en el 2011 y que no va a mejorar en el 2012.
- Los factores que más inciden desde el punto de vista de competencia en el mercado (utilizando la metodología de Porter) son, por orden de importancia:
  1. La rivalidad entre competidores
  2. El poder de negociación de clientes.
  3. El poder de negociación de los proveedores.
- Los factores de mayor impulso a su desempeño son:
  1. La satisfacción de sus clientes.
  2. Ofrecer productos de mayor calidad.
  3. Menor absentismo laboral.

## 2. LA ESTRATEGIA BANCARIA CON LAS PYMES

El segmento de clientes de Pymes es un colectivo de clientes de especial significación para la Banca española. No sólo por el peso importante que tiene en el tejido empresarial español, como hemos comentado en el capítulo anterior, sino porque ofrece unos rasgos atractivos para el negocio bancario:

- Significa aproximadamente un 30 % de la cuenta de resultados de la Banca Española, dato estimativo ya que las entidades bancarias no ofrecen una información suficientemente detallada de sus negocios por segmentos de clientela y existen distintos criterios de segmentación.
- El consumo de capital es menor a otros segmentos empresariales y de negocio (Empresas, Grandes Empresas, Mercados).

La asignación de capital se calcula, fundamentalmente, en base a la volatilidad de las pérdidas esperadas (pérdidas no esperadas) por riesgo y a la concentración de las carteras de riesgo. En las pymes las pérdidas esperadas por riesgo son menos volátiles (incluso teniendo en cuenta los ciclos de crisis) y la diversificación de los riesgos, tanto a nivel individual como sectorial, mayor.

Ello permite menores asignaciones de capital y unas primas de riesgo más predecibles que incorporar al *pricing* del crédito.

- Mayor capacidad de fidelización de clientes. Las pymes tienen un menor número de bancos con los que operan por lo que la vinculación y la obtención de negocios adicionales al crédito hacen más atractivo el negocio global del cliente.
- Negocio inducido para otros segmentos de clientes, Banca de Personas y Banca Privada. En la mayoría de las pymes el accionista es parte del equipo gerencial de relación habitual con el banco lo que permite expandir la relación de negocio con la PYME al mundo de las economías familiares de accionistas y gerentes.

El mercado de Pymes fue en el pasado un mercado tradicional de las Cajas de Ahorros, por su mayor proximidad y vocación hacia las economías familiares y pequeños empresarios, pero los bancos españoles han entendido bien en los últimos 20 años las necesidades de estos clientes y han formulado enfoques adecuados para superar las dificultades propias de los procesos crediticios y un modelo de servicios que optimice los costes operativos.

Los bancos españoles cerraron ya hace tiempo la famosa brecha del segmento medio.

Los modelos de negocio de la Banca para posicionarse en el segmento de clientes PYMES se basan en cinco pilares básicos:

- Los canales de distribución.
- La fuerza comercial.



- La oferta de productos y servicios.
- La gestión de los riesgos.
- La calidad de servicio.

## 2.1. CANALES DE DISTRIBUCIÓN

Las entidades financieras utilizan distintos canales de distribución para captar el negocio bancario de las PYMES en España:

### *Las oficinas bancarias*

Son aún el canal tradicional y más habitual de atención de los clientes de este segmento, ya sea en oficinas universales (que atienden a todos los segmentos de clientela) o en oficinas especializadas que sólo prestan servicios a clientes empresariales.

Los centros PYMES, en aquellas entidades que siguen este modelo de distribución, disponen de equipos de gestores de clientes, especialistas de productos y de riesgos con el objeto de ofrecer una atención integral y con altos estándares de calidad y agilidad.

### *Los canales alternos*

El desarrollo y universalización de estos canales alternativos al tradicional han significado un fuerte impulso a la bancarización y masificación de los servicios bancarios a los clientes PYMES y soluciones para optimizar los costes operativos unitarios. Entre ellos destacan:

- La Banca Electrónica.
- La Banca Telefónica.
- Las redes de cajeros automáticos.

### *Los equipos especializados de productos y servicios*

Una oferta de valor adecuada a las necesidades de los clientes exige de equipos de especialistas que asesoren y faciliten soluciones a los clientes

en los distintos ámbitos de su actividad empresarial:

- El comercio exterior.
- La Banca Transaccional y el Cash Management.
- La gestión de la Tesorería.
- Las coberturas de riesgos de moneda y tipo de interés.
- Los productos de financiación finalista basada en activos: *leasing*, *renting*, *factoring* y *confirming*.
- La Banca de Inversión.

### *Los canales complementarios*

- Acuerdos y convenios con gremios y asociaciones empresariales.
- Prescriptores de producto (fabricantes de bienes de equipo, distribuidores de producto, asesores empresariales, etc.).
- Red de agentes bancarios y fuerzas de ventas externas en aquellos puntos en los que no se dispone de oficinas propias.

## 2.2. LA FUERZA COMERCIAL

La definición de PYME que se ha comentado ya anteriormente cubre un espectro de realidades empresariales y necesidades de cliente demasiado amplio por lo que se hace absolutamente necesario una sub-segmentación y un modelo de atención diferenciado.

La segmentación interna en las Pymes se establece atendiendo a 3 criterios básicos:

- Su nivel de facturación.
- Su nivel de riesgo con la entidad.
- Su grado de sofisticación en la demanda de productos bancarios.

En este sentido podemos hablar de 5 sub-segmentos:





## **PYMES 2**

Son clientes de un perfil, por nivel de facturación y demanda de productos, muy próximo al segmento de Empresas. Personas jurídicas. Se gestionan con gestores comerciales y un equipo de especialistas de producto y riesgos carterizados en oficinas especializadas para los clientes empresariales.

## **PYMES 1**

Personas jurídicas con un nivel de facturación menor y demanda más simple de productos, normalmente pequeños establecimientos industriales y comerciales mayoristas. Se gestionan con gestores comerciales dedicados y equipos de apoyo centralizados en oficinas universales.

## **PYMES COMERCIOS**

Personas físicas y jurídicas cuya actividad está enfocada al público minorista, normalmente con ventas a pie de calle, atendidos en oficinas universales por los equipos comerciales de la oficina con una oferta de productos estandarizada.

## **PYMES NEGOCIOS**

Personas físicas y jurídicas, con actividad empresarial, dedicadas a servicios, incluyendo profesiones liberales, atendidos en oficinas próximas a su lugar de trabajo. En este sub-segmento se combina la relación empresarial de negocio con la relación personal del empresario y sus necesidades.

## **MICROEMPRESAS**

Personas físicas con actividad empresarial total o parcial con un nivel de facturación más bajo, más próximas al segmento de Personas y con una oferta de productos y servicios basada en la pro-

ximidad del gestor, la relación personalizada y el «paquete a medida».

## **2.3. LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS**

Dado el amplio espectro que incluye el segmento, los modelos de gestión del riesgo en las entidades financieras combinan dos enfoques:

- La gestión de riesgo carterizada, a través de analistas de riesgo que trabajan conjuntamente con los gestores comerciales, que conocen personalmente a la empresa, que la visitan con regularidad y que forman parte del equipo habitual de relación de la entidad financiera con el cliente.  
En este modelo se tiende a establecer límites de riesgos globales para el cliente, distribuidos por modalidades en cuanto a finalidades, plazos y garantías.  
Se aplica en los sub-segmentos de PYMES 2 y PYMES 1 en función del nivel de riesgo que se mantiene con el cliente.
- La gestión de riesgo estandarizada, de carácter mucho más masivo y que se gestiona a través de procesos automáticos de decisión, basados en sistemas expertos con asistencia de especialistas de producto.

Es propio de la decisión de solicitudes específicas y se aplica fundamentalmente en los sub-segmentos de PYMES Comercios, Negocios y Microempresas.

## **2.4. LA CALIDAD DE SERVICIO**

Los principales atributos que, según las encuestas, inciden en el nivel de satisfacción de los clientes en relación con la calidad de servicio tienen que ver fundamentalmente con las personas que gestionan y atienden a las pymes.

Profesionalidad de los empleados, confianza, trato personalizado y agilidad en las gestiones



son tan o más importantes para los clientes que las condiciones económicas.

Los factores clave para ganar la batalla en este terreno para las entidades financieras residen en conseguir una buena sintonía entre cliente y banco, a través de los gestores de cliente:

*Conocimiento del cliente:*

- Identificación del perfil del cliente.
- Identificación de sus necesidades.
- Actualización interna de la información del cliente.

*Asesoramiento:*

- Respuesta adecuada a sus necesidades.
- Interés por el cliente.
- Recomendaciones objetivas, no sesgadas por objetivos comerciales del gestor.

*Trato:*

- Confianza.
- Proactividad.
- Agilidad y actitud de servicio.

## **2.5. LA OFERTA DE PRODUCTOS Y SERVICIOS**

La oferta de productos y servicios disponible en la Banca española cubre suficientemente las necesidades de las PYMES tanto en productos básicos como en productos especializados.

*Productos básicos:*

1. Transaccionales.
2. Banca electrónica.
3. Medios de pago.
4. Financiación.
5. Inversión.
6. Planes de pensiones.
7. Seguros.

*Productos especializados:*

1. Leasing / Renting.
2. Factoring / Confirming.
3. Coberturas de riesgos.
4. Negocio Exterior.
5. Banca de Inversión.

No vamos a entrar en el detalle pormenorizado de cada uno de los productos que hoy ofrece la Banca a los clientes PYMES pero si nos parece relevante señalar las características y cualidades de los de mayor valor agregado en la coyuntura actual:

*Préstamos a largo plazo con cobertura ICO:*

Se han convertido en una de las opciones «estrella» para la financiación empresarial de las pymes ya que están especialmente diseñados para este tipo de empresas.

Existen actualmente 5 modalidades:

1. Inversión sostenible
2. Inversión.
3. Internacionalización.
4. Liquidez.
5. Reconducción.

Cubren un amplio abanico de necesidades empresariales de las pymes:

1. Inversión empresarial en activos en actividades medioambientales, sociales o activos con eficiencia energética.
2. Inversión empresarial en inmuebles, activos industriales productivos.
3. Internacionalización y adquisición de empresas o activos en el exterior.
4. Necesidades de liquidez de carácter estructural.
5. Reestructuración de pasivos financieros.

Tienen óptimas condiciones en cuanto a plazo (3, 5, 7 y hasta 12 años) y tasas de interés subsidiadas por el ICO.



### **Renting:**

Es una excelente opción para el uso de equipos empresariales básicos, como vehículos y equipos informáticos, sujetos a obsolescencia tecnológica y costes de mantenimiento, transformando la inversión y su financiación en un alquiler, con coste y coberturas cerrados.

### **Factoring / Confirming:**

El crédito en base a la actividad comercial de la empresa, de sus cuentas por cobrar, ha sido la vía tradicional de acceso al crédito para las pymes. Las modalidades de *factoring* y *confirming* permiten al cliente la obtención de una financiación ágil y con un coste que puede ser inferior al considerar la calidad crediticia del deudor final, cliente de la PYME.

### **Comercio Exterior:**

La internacionalización, la salida al exterior de las pymes, como comentamos en un apartado específico, es, sin ningún género de dudas, la receta válida a la actual situación de crisis de la economía española.

Hoy, las entidades financieras que actúan proactivamente en la generación de soluciones para las empresas ofrecen a sus clientes Planes de Apoyo a la Exportación, en paquetes integrados de productos y servicios con precios cerrados, que incluyen:

1. Financiación (pre-financiación de exportaciones, anticipos de exportación, factoring de exportación).
2. Coberturas de riesgo (riesgo-país, riesgo comercial a través de CESCE, riesgo de cambio).
3. Transaccionalidad (transferencias, cheques, remesas, cartas de crédito) a través de la Banca Electrónica.
4. Formación y tutela personalizada.

5. Accesibilidad con empresas de servicios especializados (agentes de aduanas, compañías de transporte, compañías de seguros) a través de acuerdos comerciales en beneficio de los clientes.
6. Intermediación con entidades oficiales y privadas de fomento de la actividad exportadora y sus productos financieros y de servicios. (ICO, ICEX, CESCE, Sociedades de Garantías Recíprocas).

### ○ **El comportamiento financiero de las pymes**

FRS-INMARK realiza periódicamente un informe sobre el comportamiento financiero de las pymes, su relacionamiento con las entidades financieras, sus niveles de satisfacción y los factores de mayor valoración. El último informe publicado corresponde al año 2011. También hemos utilizado información propia y entrevistas con responsables de distintas entidades financieras españolas.

Las principales conclusiones las resumimos a continuación:

- Las pymes tienen un abanico de bancos con los que operan bastante reducido, en torno a 3 entidades y con tendencia a reducirse.
- La crisis económica y la creciente exigencia de las entidades financieras de obtener reciprocidad a las líneas de crédito (negocios transaccionales y otros servicios que generan comisiones) están probablemente detrás de esta tendencia a la reducción del número de entidades financieras con las que operar.
- La crisis económica, calificada como grave o muy grave por más de la mitad, ha incidido negativamente en la relación y confianza mutua entre las pymes y las entidades financieras.

Los principales aspectos en los que las pymes acusan estos cambios son:



- Endurecimiento de las exigencias de documentación para sus solicitudes de crédito.
- Incremento de las restricciones respecto a los plazos de los créditos.
- Reducciones de los límites de crédito.
- Mayor requerimiento de garantías personales de los socios.
- Encarecimiento de tipos de interés y comisiones.

Los bancos y las Cajas de Ahorro de mayor tamaño tienen un mejor posicionamiento, son valoradas como más interesadas en incrementar los negocios con las pymes y son percibidas, por sus campañas publicitarias, por su asesoramiento en líneas de crédito con subvenciones y apoyo estatal y por sus ofertas diferenciadas por sector económico y tamaño de la empresa, como más especializadas en negocios empresariales.

- Oferta económica, eficacia en el servicio e imagen de la entidad son los factores mejor valorados como motivo de elección de entidad financiera principal.

La proximidad a las instalaciones, la costumbre y relación personal y la decisión del dueño, tradicionales motivos del pasado, han cedido su papel a factores de naturaleza objetiva lo que demuestra la profesionalización de la gestión de nuestras pymes.

- Los indicadores de calidad de servicio se sitúan en una zona satisfactoria baja/mejorable, con una tendencia de deterioro.

Las comisiones por operaciones, los tipos de interés en las operaciones y la oferta de productos y servicios acordes a sus necesidades se sitúan en los principales motivos de insatisfacción.

Eficacia y agilidad en el servicio, confianza, comisiones por servicios y profesionalidad de los gestores son los atributos más valorados.

- El uso de canales aún prioriza los tradicionales.

La gestión personal en las sucursales continúa siendo el canal más usado, con índices cercanos al 100 %. El contacto vía telefónica es usado por 2 de cada 3 pymes de forma habitual.

Destaca el porcentaje de uso de la banca electrónica, casi el 75 %, pero con tendencia negativa.

- El gestor personalizado en la figura clave en los requerimientos de las pymes.

Aunque casi la mitad reconocen tener un gestor personalizado que les visita, en un 75 %, más de una vez al mes o les llama más de 3 veces al mes, el nivel de satisfacción es ajustado y va en descenso.

La facilidad de contactar, la capacidad de respuesta, el trato personal y la estabilidad son las variables determinantes de los niveles de satisfacción.

- Los productos bancarios más usados, aparte de la cuenta corriente que lo utilizan lógicamente la totalidad de las pymes tienen que ver con el crédito:

- La póliza de crédito a corto plazo es el rey de la financiación y la usan algo más de la mitad de los clientes.
- El leasing, los préstamos ICO y los préstamos hipotecarios ocupan el segundo tramo, con cerca de un tercio de usuarios.
- El descuento comercial, el *renting*, los avales y el *confirming* conforman el tercer escalón, con un porcentaje cercano al 20 %.
- El último tramo lo ocupan los depósitos a plazo, los Fondos de Inversión y los préstamos en general.
- En el capítulo de servicios bancarios, los de naturaleza transaccional ocupan los lugares destacados (pagos de nómina, impuestos, Seguridad Social, domiciliación de recibos de



servicios). Destaca el aún significativo uso de medios de pago tradicionales (transferencias en Sucursal, emisión de cheques, gestión de cobro de efectos comerciales) frente a los medios de cobros y pagos electrónicos (domiciliación cobro facturas a clientes, pago a proveedores a través de la Banca electrónica).

- Los aspectos de mejora más ambicionados por las pymes de las entidades financieras son:
  - Ofertas de valor diferenciadas por sector económico.
  - Servicios de Banca de Inversión.
  - Diversificación, innovación de productos de financiación.
  - Productos de financiación sin recurso a la empresa o socio.
  - Mayor transparencia en la venta de productos «sofisticados».
  - Tiempo de respuesta en solicitudes de operaciones de productos y servicios.

### **3. MIRANDO HACIA EL FUTURO DE LAS PYMES. ALGUNAS IDEAS**

#### **3.1. LA BATALLA POR LA INNOVACIÓN, LA COMPETITIVIDAD Y LA EFICIENCIA**

Las Pymes españolas, incluyendo las microempresas, generan el 80% del empleo total frente al 66% en Europa. Nuestras Pymes son intensivas en factor trabajo.

En términos de contribución al PIB los porcentajes están más equilibrados, las Pymes españolas generan el 55% del PIB español frente al 52% de las europeas.

En consecuencia, el tema clave es la productividad. Según Eurostat, la Agencia Estadística de la Unión Europea, las Pymes españolas tan solo tienen el 88% de la productividad aparente del promedio de las Pymes europeas y el 60% de las Pymes alemanas o francesas. Y, lo que es más

relevante, tan sólo el 4% de las Pymes acometen proyectos de I+D de forma continúa pese a que la incapacidad de adoptar nuevas tecnologías e información aparece como el tercer factor, tras el poder de compra del mercado y el acceso al crédito, limitativo del crecimiento empresarial.

Parece bastante claro que una estrategia exitosa a futuro para las pymes sólo puede estar basada en mejoras de competitividad y diversificación.

Tendemos a pensar que competitividad sólo tiene que ver con reducción de costes y la realidad demuestra que esta vía, absolutamente necesaria, es totalmente insuficiente en el actual contexto económico nacional e internacional.

Hoy competitividad es fundamentalmente innovación, tecnología, diseño, migrar a productos de mayor valor agregado, calidad de servicio a los clientes.

Diversificación es la otra gran clave de la senda virtuosa para nuestras pymes. La incorporación de nuevos productos, la búsqueda de nuevos mercados, la expansión internacional son los motores de este eje estratégico.

Para asumir estos retos el tamaño se convierte en un factor de primera magnitud. Existen algunos requerimientos mínimos de masa crítica que se convierten en condición indispensable. En este sentido parece difícil que se produzca un cambio cualitativo respecto a la situación actual si no se acelera un proceso de consecución de economías de escala y de alcance por parte de nuestras pymes:

- Acuerdos y asociaciones entre empresas para mejoras tecnológicas compartidas, prospección de mercados y alianzas de internacionalización.
- Fusiones que incrementen la masa crítica de las empresas y les permitan abordar nuevos proyectos y la expansión internacional.
- Alianzas con las Grandes Empresas de las que son proveedores, con acuerdos estables negociados que garanticen el futuro, con una visión de cadena productiva inte-



grada que, en su conjunto, participa de la misma visión competitiva en la industria.

### 3.2. LA INTERNACIONALIZACION

Tradicionalmente, entendemos por internacionalización la actividad en el exterior de una empresa, medida por sus negocios de importación y exportación y la inversión empresarial directa en sucursales, filiales o *joint ventures*.

El balance de la economía española en esta materia es bastante claro: la internacionalización de la economía y de la empresa española ha sido uno de los factores de mayor éxito del país en las últimas décadas.

Hoy las Grandes Empresas españolas que cotizan en el índice IBEX 35 obtienen más del 50 % de sus ingresos en operaciones que realizan fuera de España y nuestros grandes bancos consiguen cerca del 80 % de sus beneficios en los mercados exteriores.

Pero si analizamos con detalle nuestra experiencia de internacionalización pronto descubriremos que tiene una significativa debilidad: la escasa presencia de las PYMES españolas en los mercados emergentes de alto crecimiento y, especialmente, en mercados con gran afinidad como es Latinoamérica.

El informe de la Comisión Europea del 2010, «Internationalisation of European SME's» pone de manifiesto que las pymes españolas están por debajo de la media europea en temas como contratación y subcontratación empresarial, cooperación tecnológica internacional, inversión en el exterior y exportaciones. Sólo en importaciones alcanzamos un valor superior a la media europea.

Según el informe «Perfil de la empresa exportadora española 2010» del ICEX en España hay unas 110.000 empresas exportadoras, de las que 35.000 son recurrentemente activas, lo que equivale al 3 % del censo empresarial español.

Algunas fuentes y bases de datos especializadas nos permiten estimar en cerca de 5.000 las empresas españolas con inversiones directas en el exterior.

La internacionalización de un amplio segmento de nuestra Pymes es uno de los pocos caminos seguros que puede romper este círculo vicioso de tamaño limitado, escaso desarrollo tecnológico y limitaciones al crecimiento del negocio y de la rentabilidad.

Existe un consenso absoluto de que esta es la vía. A nuestros empresarios no les falta carácter o coraje. Ya están convencidos de que la conquista de nuevos mercados y la forja de nuevas alianzas con otras empresas son la mejor forma de ganar productividad y asegurar su supervivencia empresarial.

En España existe ya una amplia red de apoyo institucional público-privado a la internacionalización:

- Secretaría de Estado de Comercio Exterior que desarrolla su actividad a través de sus organismos de promoción internacional:
  - Instituto de Comercio Exterior, ICEX.
  - Red de oficinas económicas y comerciales de las embajadas españolas en el exterior.
  - P4R, sociedad que presta servicios para la internacionalización.
- Las instituciones financieras-estatales:
  - El Instituto de Crédito Oficial, ICO.
  - La Compañía Española de Financiación al Desarrollo, COFIDES.
  - La Compañía de Seguro de Seguros de Crédito a la Exportación, CESCE.
- La Confederación Española de Organizaciones Empresariales, CEOE.
- El Consejo Superior de Cámaras de Comercio, representante de las 85 Cámaras de comercio española.
- La Federación de Cámaras Oficiales Españolas de Comercio establecidas en América, FECECA, reconocidas por la Administración española y que agrupa a 24 cámaras.



- Las instituciones de fomento de ámbito regional y local, con 20 organismos dependientes de los gobiernos autonómicos.

A estas entidades cabe sumar las actividades de promoción de la inversión extranjera en los países con representación diplomática en España, a través de sus organismos de fomento, especialmente activos y con oficinas comerciales permanentes en España, como son CORFO y PRO-CHILE de Chile, PRO-MEXICO, PRO-EXPORT de Colombia y las embajadas establecidas en España a través de sus oficinas comerciales.

Nos atrevemos a afirmar, a partir de nuestra experiencia en actividades de apoyo a la internacionalización, que los principales obstáculos que limitan la progresión exterior de nuestras pymes no tienen que ver con los fundamentales del negocio. Nuestros empresarios no le temen a la competitividad de sus productos, ni al riesgo-país, ni a la seguridad jurídica. Existe ya una amplia historia de éxito en la internacionalización de empresas españolas en mercados de referencia.

Los costes de información e instalación y la financiación son los temas limitantes que, a veces, superan sus capacidades y en los que requieren apoyo.

La internacionalización de una empresa es un proceso de cierta duración que exige cubrir distintas etapas:

- **Planificación estratégica.**  
Se trata de analizar y definir los factores de entorno (país, mercado, legal, laboral, regulatorio, riesgos, financiación y apoyo institucional) enfrentado al análisis interno para descubrir las ventajas competitivas y las capacidades internas y necesidad de recursos.
- **Planificación operativa.**  
Elaboración de un estricto plan de medidas y acciones concretas de desarrollo del Plan Estratégico y que se traduzca en un Plan de acceso al nuevo país y mercado.

Pensamos que la exitosa experiencia de las Grandes Empresas españolas y las Políticas de Estado a favor de la internacionalización, cuya continuidad y potenciación van a ser fundamentales, permiten contemplar una Alianza Público-Privada para la Internacionalización de las Pymes como un gran proyecto nacional de futuro inmediato.

Existe un consenso absoluto de que ésta es la vía. A nuestros empresarios no les falta carácter o coraje. Ya están convencidos de que la conquista de nuevos mercados y la forja de nuevas alianzas con otras empresas son la mejor forma de ganar productividad y asegurar su supervivencia empresarial. A nuestros empresarios lo que les falta es un empujón. Una iniciativa pública-privada que abarate los costes de análisis e información. Que haga más accesible la financiación. Una política que les acompañe y les haga crecer.

En consecuencia queremos destacar la necesidad poner «manos a la obra» de desarrollar estas Políticas Público-Privadas Activas de Internacionalización de las PYMES por ser éstas los motores más inmediatos de generación de crecimiento y empleo. Estas actuaciones deberían, en nuestra opinión, contemplar los siguientes aspectos:

- Realización de una macroencuesta nacional que permita poner en evidencia las principales necesidades y requerimientos de nuestras pymes españolas y que valide el Plan Director.
- Recopilación de las mejores prácticas institucionales y políticas públicas para fomento de la internacionalización de las Pymes en España y en los países de interés preferente que se definan.
- Inteligencia de mercados. Foco a países y sectores de orientación preferente.
- Plan de Mercados de Orientación Preferente para la Internacionalización de las Pymes españolas.

Se trataría de construir una matriz sectores/países que oriente los esfuerzos e iniciativas público-privadas de apoyo a la internacionalización de pymes españolas,



sobre la base de una actualización de los Planes Integrales de Desarrollo de Mercados (PIDM) de la Secretaría de Estado de Turismo y Comercio.

Esta matriz debería construirse en base a las siguientes consideraciones:

■ ESPAÑA

1. Sectores económicos españoles en los que el país cuenta con ventajas comparativas o competitivas.
2. Sectores económicos españoles competitivos con exceso de capacidad instalada.

■ PAÍSES DESTINO

Sobre la base de la actualización de los PIDM y los rankings internacionales de países con mayores atractivos por sus perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, clima de negocios y políticas de atracción de inversión extranjera:

1. Sectores económicos con mayor potencial de crecimiento.
2. Sectores económicos prioritarios en los planes de desarrollo gubernamentales.
3. Sectores económicos con déficit de capacidad instalada local.

Este Plan debería ser el Plan Director del conjunto de medidas de apoyo a la internacionalización de las pymes españolas.

■ Instrumentos de Financiación.

Plan de Instrumentos de Financiación para la internacionalización de las pymes españolas.

Existe actualmente un conjunto de líneas de financiación para la internacionalización por parte de COFIDES (líneas de financiación, Fondo FIEEX, FONPYME) e ICO básicamente. Las líneas COFIDES contemplan todos los instrumentos posi-

bles (participaciones en capital, cuasi-capital, préstamos a largo plazo, etc.) y tienen fondos sectoriales y fondos por país.

Se trataría de tomar las distintas iniciativas:

- Incluir nuevas modalidades, en base a una encuesta a las pymes en proceso de internacionalización (por ejemplo la financiación de los estudios de planificación estratégica y operativa previos a la internacionalización).
- Incrementar el peso de los instrumentos de cuasi-capital (créditos participativos y participaciones en capital) por dos vías:
  - Desarrollo de la capacidad financiera de ICEX en su nueva situación jurídica en base a los créditos participativos.
  - Revisión y creación de fondos de capital-riesgo para inversión en creación de empresas en los países y sectores definidos en el Plan Director. Estos Fondos estarían nutridos al 50 % por España (50% entidades financieras públicas y 50 % sector privado incluyendo a la Banca Privada) y al 50 % por las entidades de fomento de los países receptores de la inversión con posibilidad de fondeo y participación en riesgo por parte de organismos multilaterales (BID-CAF).

■ Governance de la Alianza Público-Privada para la internacionalización de las pymes.

Es evidente que existe una multitud de entidades públicas y privadas que actúan en materia de apoyo a la internacionalización. Las mejoras en materia de coordinación, eficiencia y optimización del uso de recursos es clave.

Se trataría de crear un órgano coordinador en el que participen las distintas tipo-





logías de entidades a través de sus órganos de Gobierno:

- Una Agencia de Internacionalización que aglutine las entidades públicas oficiales.
- El Consejo Superior de Cámaras de Comercio.
- El Consejo Interterritorial de Internacionalización que agrupa a las entidades autonómicas.
- La CEOE.
- El Comité para la Competitividad de las Grandes Empresas Españolas.

Su misión sería elaborar un Libro Blanco sobre internacionalización, elaborar el Plan Director y coordinar las acciones en los países del Plan de Mercados de Orientación Preferente y los acuerdos con las entidades de fomento de los mismos y entes multilaterales.

- Creación de Registro de entidades públicas y privadas españolas dedicadas a prestar servicios de apoyo a la internacionalización de las Pymes Españolas.

Este Registro dependería del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y establecería el censo y homologación de entidades y empresas privadas para el conocimiento de las pymes españolas.

- Creación de oficinas de internacionalización en los países del Plan de Mercados de Orientación Preferente.

Estas oficinas de internacionalización deberían ser el centro de articulación y apoyo a las pymes españolas en los países seleccionados y deberían actuar como centros físicos de soporte y con dotación de recursos y coordinación de todas las entidades de la APP:

- Embajadas, participación en foros, misiones comerciales y visitas de Estado.

- Cámaras de Comercio, organización de agendas comerciales.
- Entidades de Fomento de los países, asesoría sobre incentivos y sectores económicos de interés preferente.
- Grandes Empresas españolas en el país, oportunidades de negocio asociadas a su actividad.
- Bancos, atención operativa, apertura de cuentas, financiación básica y de proyectos.
- Estas oficinas, bajo la dirección del órgano de la APP central, establecerían su red de contactos locales para prestar los servicios de asesoría legal, tributaria y empresarial bajo convenios de colaboración y a costes permisivos para las pymes.

- Suscripción de convenios colaboración para apoyo a la internacionalización con las entidades de fomento de los países del Plan de Mercados de Orientación Preferente.

Hoy existen acuerdos entre algunas entidades, el ICO y el ICEX pero ni son globales ni son operativos en la práctica. Deberían centrarse mucho en el soporte a las oficinas de internacionalización y en los apoyos financieros e incentivos a la inversión.

- Creación de una web de información pública sobre internacionalización.

Hoy existen muchos contenidos de información sobre información elaborados por los distintos actores (ICEX, Cámaras de Comercio, Embajadas, Consultoras, etc.). Sería fundamental (ya que es una de las principales barreras para las pymes) la creación de una web pública sobre internacionalización con los siguientes contenidos:

- Medidas fiscales de apoyo a la internacionalización.
- Modalidades de financiación de apoyo a la internacionalización.



- Entidades público-privadas del registro propuesto.
- Guías de negocios de los países del Plan de Mercados de Orientación Preferente.
- Contenidos de información sobre temas legales, tributarios, sistema bancario y régimen e incentivos a la inversión extranjera en cada país.
- Oficinas de internacionalización y red de contactos locales.

En esta Alianza Público-Privada que se propone el papel de la Banca Española es fundamental. Hoy, en mercados de tanta afinidad como Latinoamérica, la banca española es la principal franquicia internacional, dispone de más de 8.000 oficinas y una importante red de corresponsales, para aquellos bancos que no tienen presencia física, que le permiten jugar un papel muy destacado, junto a las Grandes Empresas españolas internacionalizadas, en la materialización del apoyo a nuestras pymes en su proceso de internacionalización.

#### ANEXO:

#### EMPRESAS ACTIVAS POR SECTOR DE ACTIVIDAD:

	2009	2010	Variación
TOTAL	3.355.830	3.291.263	-1,9%
Industria	243.729	230.301	-5,5%
Inmobiliario	441.956	510.243	15,5%
Comercio	830.911	796.815	-4,1%
Resto servicios	1.839.234	1.753.904	-4,6%

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Dirce 2010.

#### EMPRESAS ACTIVAS POR INTERVALO DE ASALARIADOS:

	2009	2010	Variación
TOTAL	3.355.830	3.291.263	-1,9%
Sin asalariados	1.767.470	1.774.005	0,4%
De 1 a 9 asalariados	1.402.996	1.354.176	-3,5%
De 10 a 49 asalariados	157.242	137.161	-12,8%
De 50 a 199 asalariados	22.747	20.843	-8,4%
200 o más asalariados	5.375	5.078	-5,5%

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Dirce 2010.

**EMPRESAS ACTIVAS POR COMUNIDAD AUTÓNOMA:**

	<b>2010</b>	<b>Peso</b>
TOTAL	3.291.263	100,0%
Andalucía	505.849	15,4%
Aragón	92.205	2,8%
Asturias	70.362	2,1%
Baleares	89.562	2,7%
Canarias	135.954	4,1%
Cantabria	39.024	1,2%
Castilla y León	168.972	5,1%
Cataluña	609.670	18,5%
Extremadura	65.573	2,0%
Galicia	198.874	6,0%
La Mancha	131.836	4,0%
La Rioja	23.190	0,7%
Madrid	503.501	15,3%
Murcia	92.196	2,8%
Navarra	42.347	1,3%
País Vasco	169.782	5,2%
Valencia	352.366	10,7%

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Dirce 2010.





# EL ICO Y LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES: RESPUESTAS ANTE LA CRISIS ECONÓMICA

**Enrique Villarreal Rodríguez**  
**Universidad de Valencia**

## RESUMEN EJECUTIVO

Pese a la reducción que se produjo en la banca pública en España al inicio de los 90, el Instituto de Crédito Oficial ha mantenido entre sus objetivos prioritarios financiar a las Pymes en condiciones de mercado ventajosas, intentando salvar la limitación que supone el no tener una red de oficinas propias.

Hasta el estallido de la crisis económica el ICO facilitó créditos a las Pymes de forma creciente, dirigidos exclusivamente a fomentar la inversión. Durante la recesión económica el ICO ha debido adaptar sus productos y reducir las limitaciones, para mejorar el acceso de las Pymes al crédito y atender las nuevas necesidades de financiación de las empresas así como para incrementar su papel en el sistema financiero, supliendo parcialmente la congelación del crédito por parte de las entidades financieras privadas. Unos primeros resultados alentadores, abren nuevas expectativas a la banca pública.

## 1. INTRODUCCIÓN

Pese a que las Pymes son la forma empresarial más abundante en los sistemas económicos desarrollados, tanto por el número de empresas como por su peso en términos de PIB o en el empleo, su financiación, particularmente en el largo plazo, ha encontrado tradicionalmente más dificultades que las grandes empresas que,

por su tamaño, cuentan con el acceso a un mayor número de mercados y de instrumentos financieros.

Estas dificultades de financiación se hacen particularmente evidentes en coyunturas económicas en las que el sistema financiero soporta tensiones de liquidez o aparecen problemas de solvencia relacionados con una baja actividad económica.

Las administraciones públicas han intervenido regularmente para propiciar la creación y el desenvolvimiento de este tipo de empresas mediante un conjunto de instrumentos regulatorios, fiscales y financieros destinados a propiciar la creación de nuevas empresas, incentivar la creación o el mantenimiento del empleo o impulsar nuevas inversiones que sirvieran para consolidar el tejido empresarial de las empresas de reducida dimensión.

En el caso de los instrumentos financieros, la importante reducción de la banca pública en los países de la Unión Europea mediante procesos de privatización y la regulación en materia de ayudas a las empresas en ese ámbito, redujo la intervención pública en la financiación de las empresas, intervención que adoptó un carácter claramente subsidiario y complementario a la financiación por parte de las entidades financieras privadas.

En el caso español la institución financiera pública superviviente de esos procesos es el actual Instituto de Crédito Oficial (ICO), resultado de la reconversión y privatización del sector



financiero público a inicios de los años 90<sup>1</sup>. En el momento actual el grupo ICO está integrado por el propio ICO, la Sociedad de Capital Riesgo AXIS, y diversas participaciones menores en sociedades y entidades públicas de financiación y reaseguramiento.

## 2. EL ICO Y LA EVOLUCIÓN DE SUS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Una característica importante a tener en cuenta en el funcionamiento del ICO actual es que, tras el proceso de privatización de la banca pública, el Instituto se vio privado de una red de oficinas propia, lo que dificultaba la concesión y administración de operaciones de crédito a PYME, operaciones que, por su naturaleza, son numerosas, de pequeña cuantía unitaria y exigen un conocimiento directo de la situación empresarial y financiera de los solicitantes de crédito, así como del entorno empresarial en el que se lleva a cabo la actividad, lo que se conoce por aspectos relacionales del crédito. Un intento de implantación de una línea de financiación directa a pequeñas empresas al inicio de los años 90 fracasó, tras un breve periodo de funcionamiento, por este motivo.

El Instituto optó entonces, siguiendo las instrucciones del Gobierno, por utilizar líneas de financiación mediante la intermediación bancaria. En estas líneas, la financiación proviene del ICO que puede obtenerla de los mercados a un tipo más favorable, dado que su solvencia es la del Reino de España, y cederla a las entidades financieras privadas que la ofertan a través de su propia red de oficinas, en unas condiciones en cuanto a precio y plazo determinados por el propio Instituto. No obstante, estas operaciones son aprobadas por la propia entidad financiera que

las gestiona, dado que, hasta fecha reciente, la entidad asumía la totalidad del riesgo de la operación.

Un elemento clave a considerar respecto a la importancia de las entidades mediadoras es que buena parte de la información que reciben los clientes de estas entidades respecto a la existencia y acceso a las líneas del ICO la reciben de la propia entidad, tal como puso de manifiesto un estudio realizado por el ICO en 2008 (García Tabuenca, A. y Crespo Espert, J.L. (2008)), por lo que parte importante del éxito de una línea de crédito de mediación depende del impulso concreto que recibe de las entidades financieras.

Con este mecanismo el Instituto asegura que las operaciones se van a destinar a los sectores y empresas que se determinen en la condiciones de la línea y que la financiación va a estar disponible en el precio y plazo establecidos. Pero no asegura la financiación de las Pymes, porque la decisión final respecto a la concesión de la operación sigue dependiendo de la entidad financiera que la gestiona. Como veremos, esta situación se ha modificado en alguna medida en 2009 y 2010 como consecuencia de la crisis económica y la necesidad de facilitar el acceso al crédito a un número mayor de empresas.

Junto a estas líneas de intermediación, el ICO ha mantenido siempre una serie de instrumentos de financiación directa dirigidos a grandes empresas y a administraciones públicas. En el caso de las grandes empresas, se trata de operaciones de un importe unitario elevado, sindicadas, habitualmente, con entidades financieras privadas y dirigidas a financiar grandes inversiones o el desarrollo de proyectos de infraestructuras. En cuanto a las Administraciones Públicas, las operaciones del ICO se han limitado normalmente a financiar grandes programas de inversión<sup>2</sup>.

La línea de intermediación con un mayor impacto en cuanto al número de operaciones es

<sup>1</sup> En ese momento el sector público financiero estaba integrado por el grupo ICO, que incluía el propio ICO, el Banco de Crédito Agrícola (BCA), el Banco de Crédito Industrial (BCI), el Banco Hipotecario de España (BHE) y el Banco de Crédito Local (BCL). Además, integraban el sector el Banco Exterior y la Caja Postal.

<sup>2</sup> Esta política de financiación también ha experimentado cambios sustanciales como consecuencia de la crisis económica.



la destinada a inversión. Esta línea, denominada tradicionalmente ICO-Pyme, en la actualidad ICO-Inversión, tiene como característica principal que su destino es necesariamente la financiación de la inversión de la empresa. Inicialmente la financiación debía dirigirse a activos fijos nuevos, pero en la actualidad las condiciones se han flexibilizado y es posible financiar activos fijos usados y la adquisición de vehículos, entre otras finalidades. Por otra parte, se trata de operaciones a largo plazo, con objeto de facilitar su devolución.

Además de esta línea, el ICO ha mantenido siempre otras muchas líneas de intermediación de menor alcance que podemos clasificar en tres grupos:

- Líneas destinadas a financiar, en condiciones favorables, sectores determinados, tales como sectores industriales en reconversión, vivienda, agricultura, comercio o turismo.
- Líneas destinadas a financiar determinadas adquisiciones de particulares, como el Plan Vive, destinado a la adquisición de ordenadores, o el Plan Renove para la adquisición de vehículos.
- Líneas destinadas a financiar necesidades concretas de las empresas, como la expansión exterior o la creación de nuevas empresas.

La crisis económica determinó un cambio sustancial en la política crediticia del ICO. Los rasgos más importantes de esta nueva orientación, que se inicia en 2009 y se concreta en 2010 y 2011 son los siguientes:

1. Aportar una mayor liquidez al sistema y facilitar que esa liquidez alcance a las empresas. Para ello se aumenta el esfuerzo financiero del ICO en las operaciones de intermediación y se crean nuevas líneas de financiación destinadas a dotar de liquidez a las PYMES.

2. Estandarizar y simplificar el funcionamiento de las líneas de financiación, estructurando la oferta de líneas de financiación para dotarla de mayor coherencia.
3. Aumentar y mejorar los canales de distribución de la financiación a las PYMES.

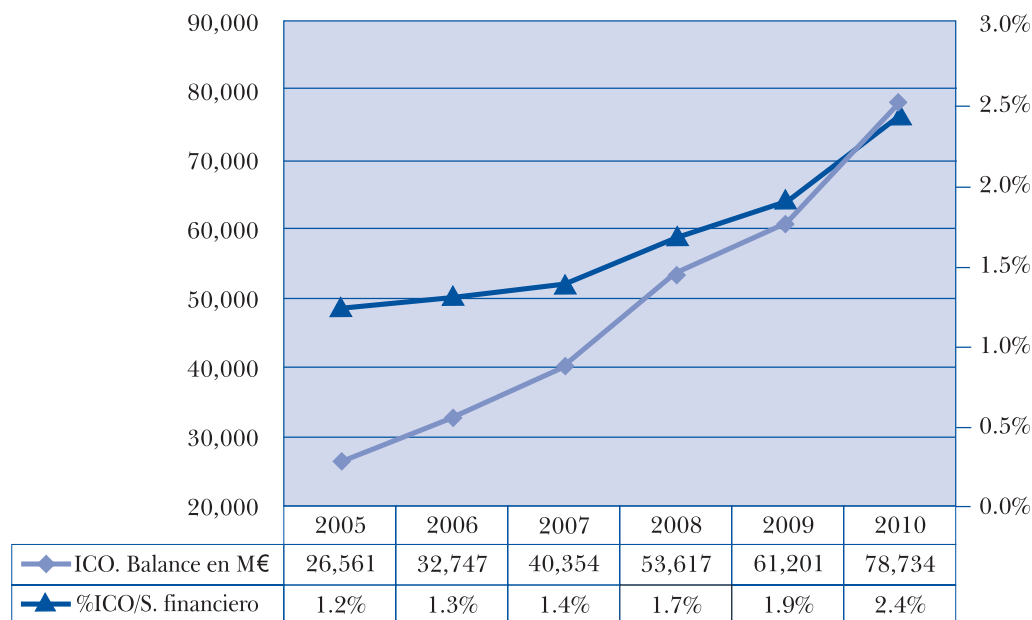
Esta nueva orientación supone la adopción por el ICO de políticas crediticias novedosas. Entre otras, el ICO inicia la financiación de operaciones de liquidez para las empresas, cuando este tipo de operaciones había estado excluido de la práctica habitual del ICO hasta 2009, y empieza a asumir una parte o la totalidad del riesgo de las operaciones. Un aspecto muy interesante de estos cambios, que comentamos más adelante, es que las nuevas tecnologías han permitido desarrollar una incipiente banca pública directa destinada a las empresas de reducida dimensión.

Estos importantes cambios aconsejan analizar el funcionamiento de la financiación a las Pymes por el Instituto en dos etapas: las líneas tradicionales del ICO antes de la crisis y las transformaciones para atender las nuevas necesidades de financiación derivadas de la crisis.

### **3. EL IMPACTO DE LAS LÍNEAS TRADICIONALES DE FINANCIACIÓN: EL ICO ANTES DE LA CRISIS**

#### **3.1. EVOLUCIÓN GENERAL**

La evolución de la política de intermediación del ICO en relación con las PYMES antes de 2008 es relativamente estable en el tiempo. El mantenimiento de la política general de financiación de inversiones, unido al desarrollo de las iniciativas gubernamentales y a unas condiciones estables de los mercados financieros, permitieron una expansión importante del ICO tanto en el número de operaciones como en el volumen crediticio y el tamaño de su balance.

**GRÁFICO 1. EL ICO EN EL CONJUNTO DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL**


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En pocos años, el ICO ha pasado de un balance de 26.561 millones de euros a 78.734 en 2010, lo que supone casi triplicar su tamaño. Cuando comparamos el peso del ICO respecto al sistema financiero, pasó de suponer un 1,2% a un 2,4% dado que su crecimiento interanual ha sido muy superior al conjunto de las entidades de crédito españolas.

Buena parte de ese crecimiento se debe a las actividades crediticias de intermediación y la correspondiente financiación que el ICO ha debido obtener para soportar esas operaciones.

En el cuadro 1 se muestra la evolución de las principales líneas de financiación a las Pymes por el ICO<sup>3</sup>. La evolución de la financiación se

mantiene relativamente estable durante los cuatro primeros años del periodo, aunque en 2001 ya había experimentado un aumento importante respecto al año anterior. El motivo de esta estabilidad es que la principal línea de financiación, la ICO-Pyme, contaba con una dotación máxima anual de 3.000 millones que se agotaban antes de finalizar el ejercicio, con lo que una parte de la demanda de crédito quedaba insatisfecha.

A partir de 2005 el Instituto muestra una tendencia creciente en general, como consecuencia de que, para atender la demanda de crédito existente, se relajan los límites máximos de la línea ICO-Pyme y se van aumentando las dotaciones anuales que habían estado limitando la capacidad crediticia de la institución hasta ese momento.

En 2008 se produce una inflexión en el crédito y la variación anual tiene signo negativo. Esta caída en la demanda de crédito por parte de las

<sup>3</sup> Se han tenido en cuenta las líneas de intermediación destinadas a inversión a las que tenían acceso las Pymes en general, así como la línea de liquidez. Se excluyen las restantes líneas que van destinadas a sectores concretos y que tienen un peso menor en el conjunto de la financiación facilitada por el ICO.



**CUADRO 1. ACTIVIDAD CREDITICIA DE MEDIACIÓN A PYMES. 2001-2010\***

AÑO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
INVERSIÓN PYME	2.963,6	2.816,9	3.154,2	3.110,8	4.099,2	7.217,4	8.658,3	7.407,0	6.046,6	9.052,9
ICO Pyme	2.910,0	2.678,6	3.000,0	3.000,0	4.000,0	7.000,0	8.516,8	6.734,2	5.168,4	7.867,9
Convenios CCAA	53,6	138,3	154,2	110,8	99,2	96,1				
Economía sostenible										1.085,0
Otras Líneas**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	121,3	141,5	672,8	878,2	100,0
LIQUIDEZ PYME									3.643,5	6.398,0
INTERNACIONALIZACIÓN	0,0	29,3	45,7	0,0	54,2	170,3	135,6	184,7	228,2	436,2
Internacionalización	0,0	29,3	45,7	0,0	54,2	141,6	114,1	150,0	199,1	414,4
ICEX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,7	21,5	34,7	29,2	21,8
TOTAL FORMALIZADO	2.963,6	2.846,2	3.199,9	3.110,8	4.153,4	7.387,6	8.793,9	7.591,7	9.918,3	15.887,1
VARIACIÓN ANUAL	28,6%	-4,0%	12,4%	-2,8%	33,5%	77,9%	19,0%	-13,7%	30,6%	60,2%

\*No incluye las líneas dirigidas a sectores concretos.

\*\*Incluye ICO-Emprendedores e ICO-Crecimiento empresarial.

Fuente: ICO y elaboración propia.

entidades financieras mediadoras impulsa la introducción de una serie de cambios para estimular el crédito que se inician en Diciembre de 2008 y que darán sus frutos en 2009 y 2010 donde se llega a cuadruplicar el crédito que concedía el ICO antes de la crisis económica<sup>4</sup>.

### 3.2. EVOLUCIÓN LÍNEA ICO-PYME

La línea ICO-Pyme, destinada a financiar la inversión empresarial, es la más importante entre las líneas de mediación del ICO. Su evolución, que se recoge en el cuadro 2, muestra una senda de crecimiento ininterrumpido desde su creación, pese a que en los años 2003, 2004 y 2005 la cifra total concedida quedó limitada, como hemos señalado ya, por la dotación máxima anual de financiación con que contaba la línea en cada uno de esos tres ejercicios. En 2006 la disponibilidad máxima de la

línea se incrementó ya un 75% hasta los 7.000 millones de euros.

En los años siguientes, el aumento de la dotación anual permitió cubrir la demanda de este tipo de crédito. Así, en 2007 se concedieron créditos por más de 8.500 millones de euros. A partir de 2008 el crédito para inversión acusó los efectos de la crisis, reduciéndose la cifra total de crédito concedido un 20,9% y un 23,3% adicional en 2009. La recuperación de la demanda en 2010, aunque importante en términos relativos, no ha permitido volver a alcanzar los niveles de la línea ICO-Pyme de 2007, aunque, como veremos al hablar de las nuevas líneas crediticias, esta situación se ha visto más que compensada por los préstamos destinados a financiar el capital circulante de las empresas y la nueva línea para inversión ICO-economía sostenible.

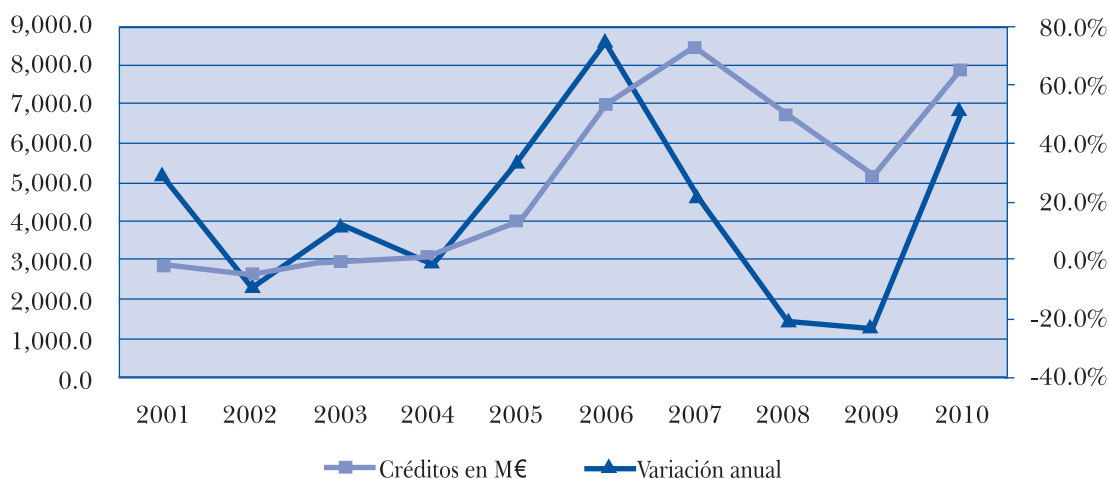
En cuanto al número de operaciones de crédito, el indicador sigue una evolución similar al del crédito concedido, con un incremento considerable de su número hasta 2007, cuando se llevan a cabo cerca de 127.000 operaciones y una reducción sustancial en 2008 y 2009 para, en 2010, volver a recuperar niveles previos a la crisis económica.

<sup>4</sup> Sobre la evolución de la demanda de crédito y el endurecimiento de las condiciones de acceso para las empresas, véase: BANCO DE ESPAÑA (2011).

**CUADRO 2. EVOLUCIÓN DE LA LÍNEA ICO-PYME 2001-2010\***

EVOLUCIÓN LÍNEA ICO-PYME										
AÑO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Créditos en M€	2.910,0	2.678,6	3.000,0	3.000,0	4.000,0	7.000,0	8.516,8	6.734,2	5.168,4	7.867,9
Variación anual	29,1%	-8,0%	12,0%	0,0%	33,3%	75,0%	21,7%	-20,9%	-23,3%	52,2%
Número Operaciones	46.037	66.226	57.321	54.687	63.911	114.731	126.983	95.653	76.229	117.933
Crédito Medio	63.210	40.446	52.337	54.858	62.587	61.012	67.070	70.402	67.801	66.715

Fuente: ICO y elaboración propia.

**GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN LÍNEA ICO-PYME**

Esta doble evolución de la cantidad de crédito y del número operaciones ha supuesto que el importe medio por operación, se haya mostrado bastante estable en los últimos años, en torno a los 67.000 euros, con la excepción de 2008 en el que el importe medio repuntó hasta los 70.400 euros por operación. Este aumento en el tamaño medio de las operaciones en el año en que es más acusado el efecto de la crisis sobre el crédito indica que la reducción en la concesión afectó, sobre todo, a las operaciones de menor cuantía<sup>5</sup>, que

<sup>5</sup> Se redujeron sobre todo las operaciones de crédito hasta 100.000 euros. Fuente: ICO.

son las que corresponden normalmente a empresas de menor tamaño.

### 3.3. EVOLUCIÓN POR SECTORES

La evolución seguida en la financiación por el ICO de las Pymes durante la década de 2001 a 2010 presenta otros cambios significativos importantes. En primer lugar, se producen cambios sustanciales en la distribución del crédito por sectores. En términos de participación sobre el total, el sector que más crece es el de Energía, electricidad, gas y agua que pasa de representar

un testimonial 0,3% a un 2,5% del total al final del periodo. También presentan avances significativos el sector de hostelería y el de agricultura, ganadería y pesca.

En el lado opuesto, los sectores con un mayor retroceso son las industrias manufactureras y la construcción que, en el inicio del periodo, suponían entre las dos el 41% del total y en 2010 superaban ligeramente el 27%. El caso de las industrias manufactureras es significativo: su participación crece o se mantiene en niveles similares hasta el año 2006, empezando a perder peso

relativo a partir de 2007, con lo que pasa a significar el 20,7% del total en 2010 cuando al inicio del periodo superaba el 30% del total de créditos concedidos.

En cuanto a la construcción, ha mantenido su participación relativa hasta 2007, en el entorno del 10%-12%, con una rápida pérdida de peso durante los años 2008 a 2010, claramente demostrativo de las dificultades del sector para el acceso al crédito desde la crisis económica y el estallido del boom inmobiliario.

**CUADRO 3. EVOLUCIÓN POR SECTORES 2001-2010.**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Agricultura, ganadería y pesca</b>	4,2%	5,4%	5,5%	5,7%	5,3%	4,5%	5,0%	5,4%	8,1%	7,4%
<b>Industrias extractivas</b>	2,1%	2,4%	2,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%	1,4%	0,9%	0,8%
<b>Industrias Manufactureras</b>	30,1%	36,0%	33,3%	33,1%	32,6%	29,6%	27,1%	26,0%	21,0%	20,7%
<b>Energía, electricidad, gas y agua</b>	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%	0,5%	1,2%	1,4%	4,3%	3,4%	2,5%
<b>Construcción</b>	10,9%	9,6%	10,4%	9,9%	10,3%	11,6%	11,9%	8,0%	7,2%	6,6%
<b>Comercio</b>	19,4%	15,2%	16,2%	16,4%	17,7%	17,2%	16,3%	17,8%	20,7%	21,0%
<b>Transporte, almacen. y comunic.</b>	17,5%	16,2%	16,0%	16,1%	13,9%	13,5%	16,3%	14,2%	15,8%	17,0%
<b>Hostelería</b>	3,0%	4,3%	4,8%	5,3%	5,1%	5,6%	4,9%	6,2%	7,4%	7,0%
<b>Act inmobiliarias y serv. Financ.</b>	8,3%	6,5%	6,2%	7,1%	7,3%	8,7%	9,1%	9,4%	8,9%	11,1%
<b>Otros.</b>	4,2%	4,0%	4,4%	4,3%	5,2%	6,0%	6,0%	7,3%	6,4%	5,9%

Fuente: ICO y elaboración propia.

### 3.4. POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

La distribución del crédito ICO territorialmente depende de un conjunto de factores que hacen difícil determinar las razones de la evolución que ha experimentado durante el periodo que estamos considerando, dado que junto al tamaño y la situación económica de cada territorio, que lógicamente tienen importancia en la determinación de esa participación, aparece un factor externo que es el grado de actividad de las entidades financieras mediadoras, algunas de ellas de

ámbito marcadamente regional, en la concesión de los créditos ICO.

En cuanto a la evolución seguida, esta ha sido muy dispar. La reducción en la participación más significativa en estos años se ha producido en el País Vasco, que pasa de representar un 10,3% del total a tan sólo un 4,9%, seguido de Cantabria que del 2% pasa al 1,2% en 2010. Las Comunidades que más incrementan su participación son Extremadura, que pasa del 0,3% al 1,1%, seguida de Baleares. Canarias y Murcia. En cuanto a Madrid, que tiene un peso específico importante



en el total, pasa de un escaso 6,9% a casi un 10% en este periodo.

Cuando comparamos (Cuadro 5) la participación media durante el periodo 2001-2010 en la línea ICO-Pyme por territorios respecto a la participación media regional en el PIB o en el número de Pymes, aunque existe una cierta correlación en bastantes Comunidades Autóno-

mas, aparecen divergencias significativas en otras, como es el caso de la Comunidad Valenciana, Aragón o Castilla y León que se sitúan varios puntos por encima de lo que les correspondería de acuerdo con estos indicadores, mientras que en otros casos la participación es inferior como ocurre en Madrid, Andalucía o Extremadura.

**CUADRO 4. EVOLUCIÓN POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS 2001-2010**

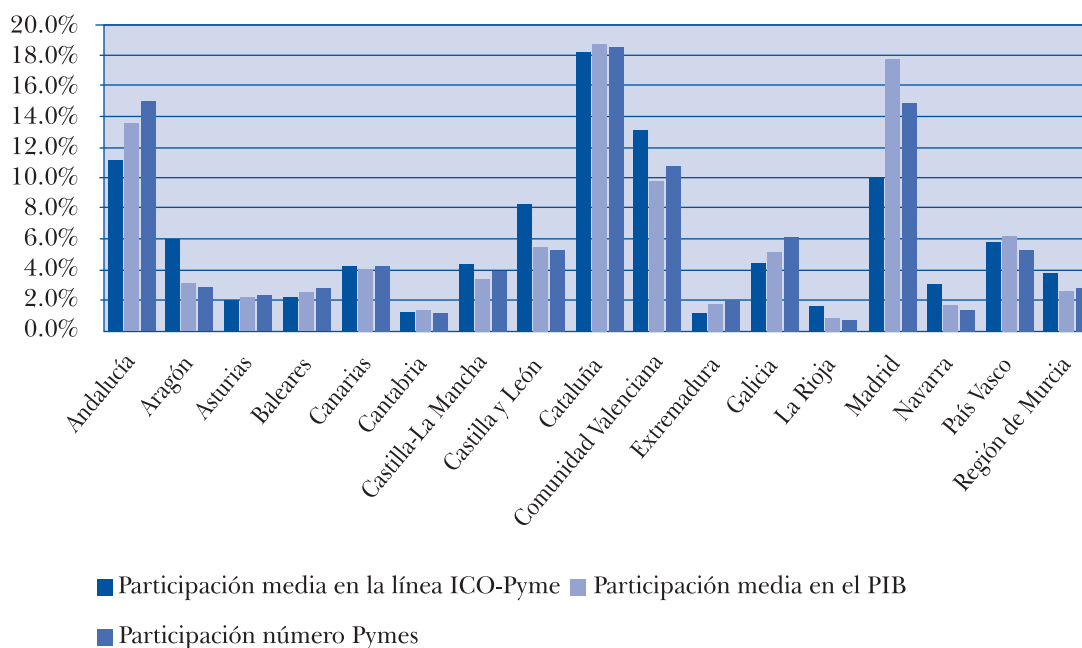
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	MEDIA
Andalucía	10,6%	9,7%	10,7%	10,9%	10,0%	11,0%	11,6%	10,4%	12,8%	11,5%	11,2%
Aragón	4,8%	5,0%	6,3%	5,3%	7,1%	5,5%	6,1%	5,8%	6,3%	5,3%	5,9%
Asturias	2,3%	2,2%	1,9%	2,2%	1,9%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,1%	2,0%
Baleares	1,3%	1,5%	1,5%	2,1%	2,1%	1,8%	1,8%	2,1%	2,5%	2,4%	2,1%
Canarias	3,0%	3,1%	3,9%	4,2%	4,5%	4,1%	3,8%	3,7%	4,3%	4,5%	4,1%
Cantabria	2,0%	1,6%	1,8%	1,6%	1,2%	1,4%	1,0%	1,2%	1,4%	1,0%	1,2%
Castilla-La Mancha	3,3%	3,8%	4,5%	3,8%	4,4%	4,0%	5,0%	5,0%	4,1%	3,7%	4,3%
Castilla y León	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%	9,7%	8,4%	8,0%	8,5%	7,6%	6,5%	8,3%
Cataluña	20,1%	21,0%	21,2%	18,9%	18,1%	18,7%	18,2%	17,9%	17,0%	18,6%	18,2%
C. Valenciana	15,2%	13,7%	12,8%	14,8%	14,3%	14,1%	13,5%	12,0%	10,8%	12,0%	13,1%
Extremadura	0,3%	0,5%	0,7%	0,7%	0,9%	1,0%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Galicia	3,6%	4,2%	3,8%	4,0%	3,7%	4,4%	4,6%	4,8%	4,7%	5,1%	4,5%
La Rioja	1,5%	1,6%	1,5%	1,7%	1,4%	1,3%	1,3%	1,8%	1,6%	1,2%	1,5%
Madrid	6,9%	8,4%	8,4%	7,7%	9,5%	10,6%	9,6%	9,1%	9,8%	13,1%	9,9%
Navarra	2,8%	2,7%	3,0%	3,2%	2,6%	2,9%	3,0%	3,9%	3,1%	2,6%	3,0%
País Vasco	10,3%	9,0%	6,1%	6,2%	6,1%	5,9%	5,5%	6,3%	5,5%	4,9%	5,8%
Región de Murcia	3,1%	3,0%	2,8%	3,3%	2,8%	3,2%	3,8%	4,1%	5,1%	4,2%	3,8%

Fuente: ICO y elaboración propia.

**CUADRO 5. COMPARACIÓN DEL CRÉDITO ICO POR CCAA EN RELACIÓN AL PIB Y AL NÚMERO DE PYMES**

	Participación media en la línea ICO-Pyme	Participación media en el PIB	Participación media número Pymes
Andalucía	11,2%	13,6%	15,1%
Aragón	5,9%	3,1%	2,9%
Asturias	2,0%	2,2%	2,2%
Baleares	2,1%	2,5%	2,8%
Canarias	4,1%	4,0%	4,2%
Cantabria	1,2%	1,3%	1,2%
Castilla-La Mancha	4,3%	3,4%	3,9%
Castilla y León	8,3%	5,4%	5,2%
Cataluña	18,2%	18,7%	18,5%
Comunidad Valenciana	13,1%	9,7%	10,8%
Extremadura	1,1%	1,7%	2,0%
Galicia	4,5%	5,1%	6,1%
La Rioja	1,5%	0,7%	0,7%
Madrid	9,9%	17,8%	14,8%
Navarra	3,0%	1,7%	1,3%
País Vasco	5,8%	6,2%	5,3%
Región de Murcia	3,8%	2,5%	2,8%

Fuente: DIRCE, INE, ICO y elaboración propia.

**GRÁFICO 4. COMPARATIVA ENTRE COMUNIDADES AUTÓNOMAS**




#### 4. EL ICO ANTE LA CRISIS

La situación del crédito a las Pymes en 2008 era crítica como consecuencia de tres factores derivados de la crisis económica: la reducción en la demanda de crédito relacionada con la baja actividad económica y la consiguiente congelación en las inversiones empresariales, el aumento en los requerimientos de solvencia de las entidades financieras a las empresas para la concesión de créditos y la escasa liquidez de algunas entidades debido a sus propias necesidades de capitalización y a la dificultad creciente para acceder a los mercados financieros.

Estos problemas de demanda de crédito y de dificultades de los intermediarios financieros para seguir facilitando financiación se reflejan en las cifras del ICO de 2008, que vuelven a niveles de crédito de 2006 e impulsan una serie de medidas para mejorar las oportunidades de financiación de las Pymes. Estas medidas se ponen en práctica a partir de 2009 y se concretan en:

- a. Introducción de nuevas iniciativas de financiación para atender a los problemas de liquidez de las empresas.
- b. Flexibilización de los criterios para la concesión de créditos a la inversión empresarial.
- c. Aumento de los plazos y periodos de carencia y homogeneización de condiciones en las diversas líneas de crédito.
- d. Agilización de las relaciones con los intermediarios financieros y mejora de las condiciones de cesión de fondos para las operaciones a financiar.
- e. Facilitar a las Pymes el acceso al crédito directo a través de herramientas telemáticas.

##### 4.1. ICO-LIQUIDEZ

Una de las necesidades más importantes de las Pymes es la disponibilidad de crédito a corto plazo destinado a financiar su funcionamiento diario.

Este tipo de financiación crediticia, facilitada normalmente por el sistema financiero privado, se estaba viendo reducida como consecuencia de los problemas de algunas entidades para acceder a los mercados financieros y el aumento en la demanda de garantías en general por parte de éstas.

Como respuesta, el gobierno instruyó al ICO para poner en marcha una línea de financiación de liquidez a las Pymes. Esta nueva línea supuso un giro en la política crediticia del ICO en más de un sentido. En primer lugar, su objetivo es dotar de financiación de capital circulante a los autónomos y pymes, con lo que se amplían los objetivos tradicionales de las operaciones de crédito ICO de financiar exclusivamente las inversiones empresariales. Además, la línea abre la posibilidad de cofinanciación entre la entidad intermediaria y el ICO, que asume también el 50% del riesgo total de impago de la operación<sup>6</sup>.

La línea, que fue aprobada en Diciembre de 2008, se puso en marcha con carácter efectivo en 2009, con un resultado notable ya que se concedieron 83.064 operaciones por un importe medio de 43.864 euros por operación.

En 2010, la demanda de liquidez existente provocó un nuevo incremento en los créditos concedidos a las Pymes<sup>7</sup>, hasta los 6.398 millones de euros, con un total de 104.174 operaciones.

##### 4.2. ICO-ECONOMÍA SOSTENIBLE

Otra de las iniciativas adoptada en materia de financiación a las empresas es el denominado Fondo de Economía Sostenible. Se trata de una serie de productos destinados a impulsar la economía, incluyendo operaciones de capital-riesgo, inversiones en proyectos para el desarrollo de

<sup>6</sup> Actualmente la línea de liquidez permite a la entidad concedente elegir entre dos modalidades. En la modalidad A la financiación y el riesgo son compartidos con el ICO al 50% y el tipo de interés se fija como la media de las dos partes. La modalidad B adopta el modelo tradicional del ICO que financia el 100% pero el riesgo lo asume la entidad financiera.

<sup>7</sup> En 2010 se refundieron las dos líneas de crédito existentes en 2009 de liquidez a Pymes y a medianas en una sola línea.



infraestructuras o participaciones en Fondos de Inversión, con el denominador común de que se trate de la financiación de proyectos relacionados con el medio ambiente, el conocimiento y la innovación y el bienestar social.

Dentro de este grupo de productos se incluye una línea de mediación para financiar inversiones, a la que pueden acceder empresas de cualquier tamaño. La característica diferencial más importante de la línea es que para los créditos que hasta 2 millones de euros, que son normalmente los solicitados por las Pymes, se aplica un tipo de interés más favorable que en la línea normal para financiar inversiones.

En 2010 se concedieron a Pymes, dentro de esta línea, 1.085 millones de euros en 5.650 operaciones.

### 4.3. ICO DIRECTO

La creación de la línea ICO-Directo se produce por Acuerdo del Consejo de Ministros de 9 de abril de 2010 y se pone en funcionamiento en Junio de ese mismo año. Constituye, quizá, la iniciativa más novedosa en la estrategia del ICO para facilitar financiación a las Pymes, dado que, mediante una herramienta informática, se puede solicitar al ICO la concesión directa de créditos de hasta 200.000 euros. Se trata de un tipo de crédito con finalidad flexible, dado que el solicitante puede aplicarlo a cualquier necesidad en su empresa, y tiene plazos de devolución amplios, aunque menores que los de las restantes líneas del ICO. El riesgo de la operación así como la decisión sobre la concesión corresponde íntegramente al ICO.

Los tipos de interés de estas operaciones están en línea con los restantes créditos del ICO. Para 2010 el tipo de estas operaciones fue de Euribor a 6 meses más 3,5 puntos porcentuales.

La operación se articula mediante un procedimiento de solicitud por parte del cliente a través de Internet, mediante la herramienta denominada «Facilitador financiero», a través de la cual y tras el proceso de evaluación del riesgo, se notifica la concesión o denegación. Dado que el ICO

no tiene una red de oficinas, la formalización y gestión de la operación se lleva a cabo a través de una entidad financiera colaboradora.

Dentro de esta iniciativa de financiación se ha abierto la posibilidad de solicitar importes más elevados, hasta 600.000 euros, en la denominada línea ICO-SGR, en la que las garantías de la operación vienen dadas por el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca.

En 2010 se facilitaron por este cauce 4.174 operaciones de crédito, por un importe de 178 millones de euros. Hasta Junio de 2011, el total de concesiones ha sido de 10.808 operaciones, por un importe de 445 millones de euros.

### 4.4. TIPOS DE INTERÉS

Una de las características de las operaciones de financiación del ICO a las PYMES es la aplicación de tipos de interés favorables respecto a los aplicados por las entidades financieras privadas.

El tipo de interés para el cliente final en las operaciones de intermediación del ICO está integrado por tres elementos: un indicador del tipo de interés existente en los mercados financieros en el momento de conceder la operación, normalmente el EURIBOR a seis meses, más un diferencial que recoge los costes de financiación del ICO respecto al indicador. La suma de estos dos tipos constituye el tipo de cesión del ICO a la entidad financiera, al que hay que añadir un segundo diferencial que es la retribución que recibe la entidad financiera que media en la operación.

Antes de la crisis económicas, con los mercados financieros relativamente estables, el coste de financiación para el ICO resultaba muy favorable, de manera que el Instituto podía fijar tipos de cesión por debajo del EURIBOR, como ocurrió durante los años 2006 a 2008 en los que, para los préstamos de la línea ICO-PYME a interés variable el tipo de cesión estaba establecido en el EURIBOR a seis meses menos 25 puntos básicos. Por su parte, le entidad financiera podía aplicar al cliente hasta un tipo máximo del EURIBOR a seis meses más 65 puntos básicos.

**CUADRO 6. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICABLES EN ICO-PYME (ICO-INVERSIÓN EN 2010)**

	Hasta 2008		2009	2010
<b>Fijo</b>	Ref. ICO+ hasta 0,65 p.p.	Tramo I	Ref. ICO+ hasta 1,50 ó 1,75 p.p.	Cotiz. ICO+ hasta 1,5 p.p.
<b>Variable</b>	EURIB.+ hasta 0,65 p.p.		Ref. ICO+ hasta 1,50 ó 1,75 p.p.	EURIB.+Diferencial+hasta 1,5 p.p.
<b>Fijo</b>		Tramo II	Ref. ICO+ hasta 1,79 ó 2,04 p.p.	
<b>Variable</b>			Ref. ICO+ hasta 1,79 ó 2,04 p.p.	

Fuente: ICO y elaboración propia.

La llegada de la crisis, con la inestabilidad de los mercados financieros, los problemas de liquidez de determinadas entidades financieras y la reducción en la actividad crediticia, ha tenido un doble efecto sobre los tipos de interés que el ICO aplica en sus operaciones. El primero, es un aumento del diferencial que sirve para calcular el tipo de cesión del ICO a las entidades financieras, como consecuencia del encarecimiento de la financiación que el Instituto ha soportado en línea con el encarecimiento de la financiación de la deuda soberana de España en los mercados internacionales. El segundo, un aumento del *spread* que pueden aplicar las entidades financieras frente a sus clientes, como un modo de incentivar la concesión de créditos en un momento de sequía crediticia generalizada. Esta modificación en la política de precios supuso ya en 2009<sup>8</sup> la aplicación de tipos de interés más elevados, y con variaciones quincenales en los tipos de referencia en función de las fluctuaciones en la financiación, Con posterioridad, a partir de 2010 se aplican criterios más estables en la fijación de precios, aunque siempre por encima de los precios que regían antes de la crisis.

<sup>8</sup> En 2009 se estableció un tipo de referencia quincenal propio, llamado «tipo de referencia ICO» que sustituyó al Euribor y que estaba integrado por el propio Euribor más el coste diferencial al que se financiaba el ICO en los meses anteriores a la quincena para la que se fijaba.

#### 4.5. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APLICACIÓN DE LOS CRÉDITOS

El segundo aspecto de mejora es la modificación introducida en el destino que se puede dar a los créditos para financiar inversiones a las Pymes.

Tradicionalmente, el ICO había limitado la concesión de financiación a la adquisición de activos fijos nuevos cofinanciados con la empresa solicitante, de forma que la financiación alcanzaba como máximo al 90% de la inversión en el caso de las microempresas y al 80% para el resto de Pymes.

En 2009, ante las necesidades de liquidez de las empresas se flexibilizaron los criterios, de forma que los créditos pasaron a estar integrados por dos tramos, uno que debía alcanzar como mínimo el 60% del crédito y que se destinaba a la adquisición de activos, y un segundo tramo que podía aplicarse a cualquier finalidad dentro de la empresa y que podía alcanzar hasta el 40% de la operación. La financiación podía alcanzar hasta el 100% del proyecto de inversión.

En 2010, con la creación de la línea ICO Inversión que sustituye a la ICO-Pyme e ICO-Crecimiento empresarial, se vuelven a modificar los criterios de aplicación que pueden alcanzar a:

- Activos productivos: nuevos o usados.





- Adquisición de vehículos de turismo cuyo precio unitario, IVA incluido, no exceda de un importe determinado.
- Adquisición de empresas.
- IVA o IGIC.

Nuevamente la financiación alcanza hasta el 100% del proyecto de inversión, pero dado que existe una línea específica para financiar la liquidez, ésta queda excluida expresamente en la línea para inversión.

En 2011 se han mantenido básicamente estas condiciones en cuanto a flexibilidad en la aplicación de los créditos.

#### **4.6. PLAZOS, PERIODOS DE CARENCIA E IMPORTES MÁXIMOS**

En el proceso de adaptación de los productos ICO a las nuevas necesidades de la demanda de crédito de las Pymes se lleva a cabo una ampliación de los plazos y los periodos de carencia así como de las cantidades máximas que es posible solicitar por cliente y año.

Hasta 2008 en la línea ICO-Pyme los plazos de devolución iban desde 3 a 7 años con una carencia de devolución de principal de 0 a 2 años. En 2009, el tramo de préstamos destinado a inversión amplía su periodo de devolución hasta 10 años, con una carencia de 0 a 3 años, mientras el tramo destinado a financiar otras necesidades de la empresa se limita a 3 años sin carencia. En 2010 el periodo se amplía hasta los 12 años, con la misma carencia<sup>9</sup>.

En cuanto a los importes máximos, hasta 2009 el importe máximo por prestatario final y año que se podía solicitar era de 1,5 millones de euros, que se ampliaron hasta 2 millones en 2010.

<sup>9</sup> En 2011 el plazo se ha ampliado nuevamente hasta los 20 años.

#### **5. PRIMEROS RESULTADOS DE LA NUEVA ESTRATEGIA**

Los primeros resultados observables de la nueva estrategia adoptada por el ICO son positivos. La primera consecuencia clara es que se ha producido una recuperación del crédito para inversión, dado que si, junto a la línea ICO para inversión, consideramos la línea ICO-Economía sostenible, el crédito a las Pymes para inversión ha superado los valores que alcanzó en el año 2007, antes de que se notaran los efectos de la crisis en 2008, con una concesión de crédito total en 2010 por 9.053 millones de euros y más de 126.000 operaciones.

Junto a esto, se ha producido un espectacular crecimiento del crédito para financiar liquidez a las Pymes. En 2010 se concedieron 104.000 operaciones por un importe de 6.398 millones de euros, lo que supone que las Pymes obtuvieron en 2010 más de 15.500 millones de euros de financiación del ICO, sin tener en cuenta los créditos canalizados por las líneas para sectores o finalidades específicos.

El impacto de estas cifras debería traducirse en una mejor situación de las Pymes frente al crédito. La encuesta trimestral que lleva a cabo el Consejo Superior de Cámaras (Consejo Superior de Cámaras de Comercio, Industria y Navegación de España, 2011) desde 2009, que incluye un apartado dedicado al crédito obtenido del ICO, así parece indicarlo.

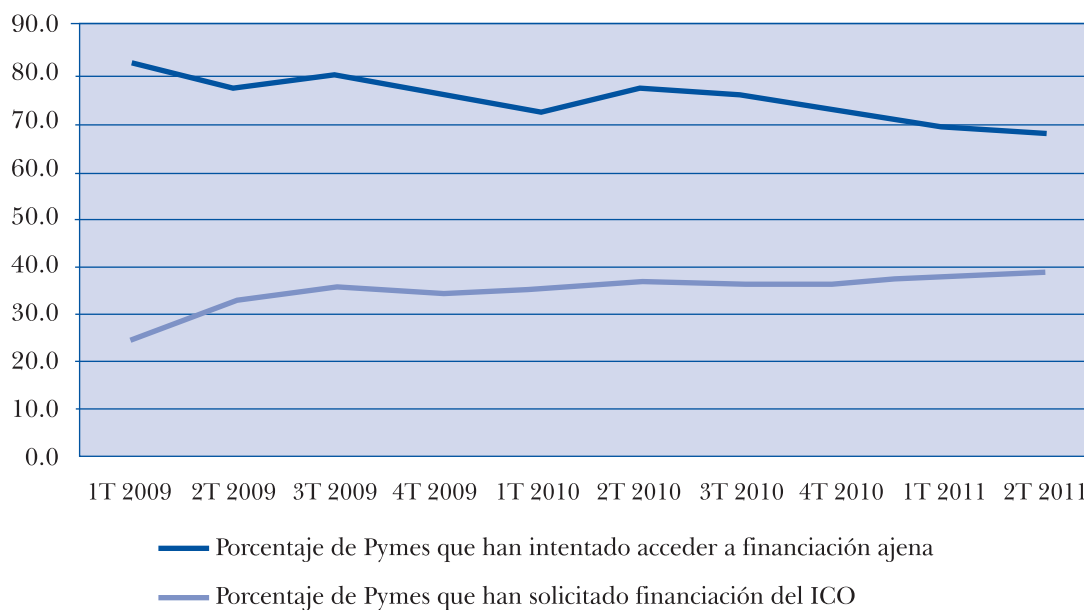
Como puede observarse en el cuadro 7 y el gráfico 5 se ha producido una reducción en la demanda de financiación ajena por las Pymes como consecuencia de la crisis, pasando de un 81,6% del total a tan sólo un 67,5% en el segundo trimestre de 2011. Sin embargo las solicitudes de crédito al ICO han aumentado más de 14 puntos en mismo periodo, desde un 24,2% a un 38,5%.

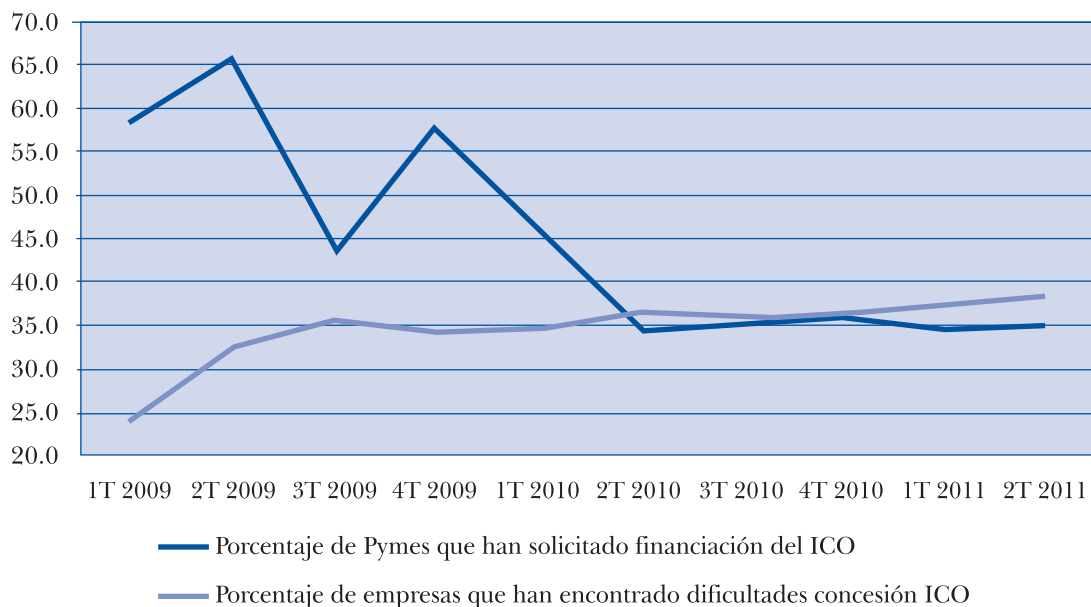
Un segundo dato relevante es que este crecimiento en la demanda de créditos del ICO ha ido acompañada cada vez más de una respuesta positiva en su concesión y, mientras en el primer trimestre de 2009 el porcentaje de empresas que encontraba alguna dificultad en la concesión de un crédito ICO era de un 58,5%, en el segundo trimestre de 2011 este porcentaje se ha reducido hasta un 35,1%.

**CUADRO 7. SITUACIÓN DE LAS PYMES EN RELACIÓN AL CRÉDITO ICO**

	1T 2009	2T 2009	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010	4T 2010	1T 2011	2T 2011
Porcentaje de Pymes que han intentado acceder a financiación ajena.	81,6	76,4	79,2	76,0	71,9	76,5	75,3	72,3	68,7	67,5
Porcentaje de Pymes que han solicitado financiación del ICO	24,2	32,8	35,5	34,3	34,8	36,3	36,0	36,3	37,5	38,5
Porcentaje de empresas que han encontrado dificultades concesión ICO	58,5	65,7	43,7	58,4	45,3	34,5	35,4	35,9	34,7	35,1

Fuente: Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

**GRÁFICO 5. COMPARACIÓN EN LOS PORCENTAJES DE PYMES QUE SOLICITAN FINANCIACIÓN AJENA Y LAS QUE SOLICITAN FINANCIACIÓN ICO**

**GRÁFICO 6. COMPARATIVA ENTRE LOS PORCENTAJES DE SOLICITUDES DE FINANCIACIÓN ICO Y DIFICULTADES DE CONCESIÓN**

## 6. CONCLUSIONES

Del análisis de las medidas adoptadas y los resultados que se han obtenido de estas medidas se desprende que el Instituto de Crédito Oficial ha pasado a tener un papel más importante en el crédito a las Pymes que el que tenía antes de la crisis.

Es cierto que los primeros años de la década ya supusieron un incremento en el número de operaciones y en el volumen del crédito a las empresas, en línea con lo que estaba ocurriendo en el conjunto del sistema financiero como consecuencia de la buena marcha de la economía y la creciente demanda de crédito para financiar la actividad económica.

La aparición de la crisis puso de manifiesto dos cuestiones: la necesidad de que la banca pública tuviera un mayor protagonismo para aliviar las tensiones de financiación de las Pymes ante la reducción del crédito de las entidades financieras privadas y las limitaciones del ICO para asumir ese papel dada la ausencia de una

red de oficinas propia que le permitiera dar esa respuesta con agilidad.

Para intentar solucionar este problema, el Gobierno instruyó al ICO para adoptar una serie de medidas que han supuesto una pequeña revolución en el funcionamiento tradicional de la Institución. Entre estas medidas, las más novedosas han sido la financiación de capital circulante a las empresas, la asunción de riesgo propio por parte del ICO en operaciones de mediación o la flexibilización de los criterios de concesión y aplicación de los créditos.

En la parte negativa, cabe apuntar el encarecimiento de los créditos debido a las dificultades aparecidas en los mercados financieros.

Quizá, de entre todas estas medidas, la más innovadora en la creación de una línea de financiación directa a Pymes y autónomos por procedimientos telemáticos. Aunque es pronto para valorar el resultado efectivo de esta iniciativa y su recorrido futuro, no hay duda de que se trata de una cuasi banca pública electrónica, con todas las limitaciones que supone el que no



existe un trato personal con los potenciales clientes. Los resultados, aunque modestos aún, empiezan a ser significativos y pueden indicar el camino para desarrollos posteriores de una banca pública con mayor capacidad de respuesta ante retos futuros.

## **BIBLIOGRAFÍA**

CONSEJO SUPERIOR DE CÁMARAS DE COMERCIO, INDUSTRIA Y NAVEGACIÓN DE ESPAÑA, 2011: «Encuesta sobre el acceso de las Pymes a la Financiación Ajena». Varios trimestres. Disponible en:

[http://www.camaras.org/publicado/estudios/publicaciones\\_SE.jsp](http://www.camaras.org/publicado/estudios/publicaciones_SE.jsp)

GARCÍA TABUENCA, A. Y CRESPO ESPERT, J.L. (2008): Estudio de comportamiento y eficiencia de las empresas beneficiarias de la línea ICO-Pyme, 1996-2007. Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (SERVILAB-IAES) – Fundación General de la Universidad de Alcalá.

BANCO DE ESPAÑA (2011): «Encuesta sobre préstamos bancarios en España. Julio de 2011» *Boletín Económico*. Julio-Agosto.

### **III. PYME Y EMPRENDIMIENTO ANTE ALTERNATIVAS PÚBLICAS Y PRIVADAS DE FINANCIACIÓN**





# LA PYME ANTE EL RETO DE LA COTIZACIÓN EN LOS MERCADOS

**David Carro**  
**DCM Asesores**

## RESUMEN EJECUTIVO

La PYME española es profundamente tradicional en su búsqueda de financiación, y por ende en su valoración de las bondades netas de una vida cotizada.

Así lo acredita la comparación con otras plazas financieras, en las que la cultura es enormemente más dilatada en este sentido, y lo acredita también el estudio sobre esta materia que ante el incipiente segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil, realizamos desde DCM y Everis y que se presentó en 2010 en las cuatro bolsas españolas.

A la vista de sus resultados, que a continuación se detallan, y de los primeros pasos hasta la fecha de la relación entre PYMEs y vida cotizada en nuestro mercado, es evidente que las operaciones de capital y la cotización en bolsa no es una opción principal para su financiación.

Es revelador que las PYMEs vean en la pérdida del control y en el corsé de los requisitos normativos el principal inconveniente para cotizar; por encima de las virtudes que de todas formas conocen en esta nueva vía de financiación para ellas.

Da cuenta, a nuestro parecer, de una cultura empresarial que recela de la novedad, así como del alejamiento que la propiedad y la principal línea de dirección empresarial todavía mantienen en nuestro país respecto de la función financiera de la empresa. Algo que se produce en mucho menor grado sin lugar a dudas en países como Francia o como Reino Unido, con mercados dise-

ñados para PYMEs y que vienen funcionando con mucho dinamismo en los últimos años.

El incremento del apoyo público a esta vía de innovación empresarial, la participación de la PYME en los mercados de valores, y la culturización progresiva y con tiempo de nuestro tejido económico y empresarial, parecen las llaves del futuro. Las que permitirán revertir este escenario que es en sí mismo síntoma de un cierto retraso en la modernización de la economía española.

Efectivamente, el día que veamos con la misma normalidad que la cadena local de distribución cotice como lo hacen los más grandes, y que las propias compañías lo contemplen con la misma naturalidad estratégica que abordan la estructura de su pool bancario, habremos dado un paso en la dirección correcta.

Estamos en la dirección de hacerlo, y sin lugar a dudas la apuesta de Bolsas y Mercados Españoles por el Segmento para Empresas en Expansión de MaB es un paso clave en todo ello. Que ya ha demostrado éxito, y al que se le augura sin lugar a dudas mucho más en el futuro.

Sirvan las líneas siguientes en definitiva para obtener una imagen directa de la situación de nuestras PYMEs ante los mercados y ante las oportunidades y riesgos que éstos les plantean.

## 1. COYUNTURA

Sin lugar a dudas la opción de cotizar en mercados financieros regulados o autorregulados, es



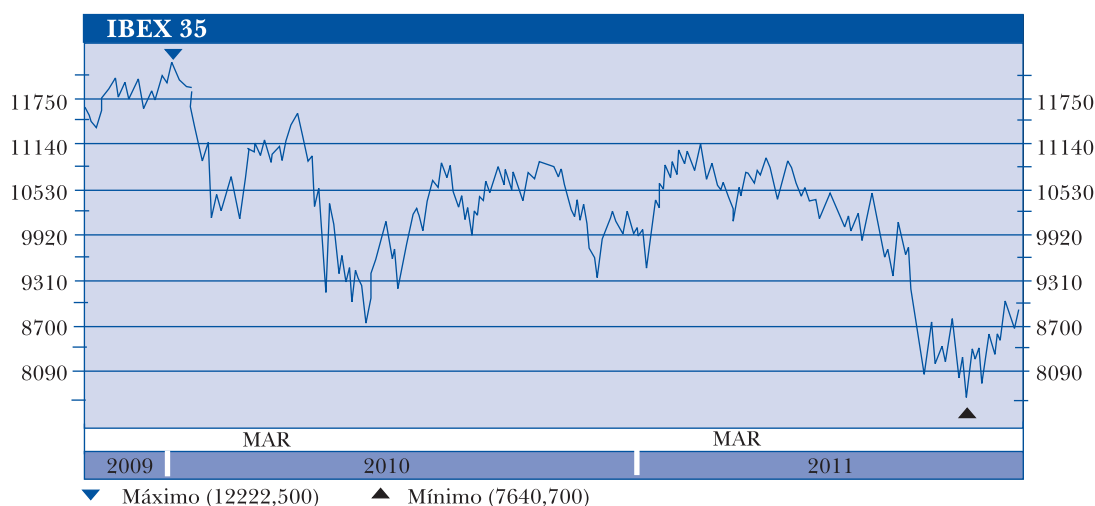
percibida por la mayoría de agentes económicos de nuestro país como algo exótico, casi antinatural. Y aunque en los últimos ejercicios el alumbamiento del Segmento para Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil por parte de Bolsas y Mercados Españoles ha contribuido a reducir este prejuicio, todavía son amplia mayoría los que se oponen a su generalización.

Probablemente esto ha seguido siendo así porque el entorno –la peor crisis, al menos, desde 1929– hace poco factible una innovación excesiva en el modo en que nos enfrentamos a los mercados financieros en nuestro país.

En este sentido resultan especialmente destacables los análisis del director del Servicio de Estudios de la Bolsa Española, Domingo García Gallo, sobre la caracterización del comportamiento de nuestro ahorro: incluso en el peor de los momentos del sector inmobiliario en mucho tiempo, los españoles seguimos manteniendo un peso singular de este tipo de activos en la configuración de nuestro patrimonio.

No es ajeno a esta persistencia el mal comportamiento de las bolsas en los años duros de la crisis. Un simple vistazo a la evolución de los mercados entre 2008 y 2010 da buena justificación del incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversores:

GRÁFICO 1.



Ciertamente es difícil convencer a nadie de que es mejor inversión relativa la bursátil dada esta evolución, pero ciertamente no ha sido mejor el comportamiento de la mayoría de opciones alternativas a esta.

Así las cosas, cabe preguntarse: ¿es posible que madure en España la cotización en mercados para empresas de mediana y pequeña dimensión?

Pues realmente los hechos parecen avocar a que así sea. En un momento en el que las fuentes de financiación tradicional no están ni se las espera a corto plazo, cualquier opción alternati-

va ha pasado a cobrar sentido estratégico y ha acelerado el timing de culturización de las empresas españolas en este sentido.

De cara a concluir cuan perdurable podemos esperar que sea, intentamos a continuación dar luz al respecto.

## 2. LAS BONDADES DE COTIZAR PARA UNA PYME

La captación de recursos propios en un mercado de capitales regulado o autorregulado, supone





para las compañías un valor añadido que alcanza muchos ámbitos:

#### **A) FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL**

La ampliación de capital, coincidiendo con su salida al mercado o en un período posterior, es una forma idónea de obtener recursos propios para sostener la expansión de una empresa. Las compañías saltan de dimensión y abren la puerta a una fuente de recursos que puede ser recurrente y que de otro modo no tendría elegible.

Este aspecto se ha hecho especialmente crítico en coyunturas como la de la crisis financiera que ha cerrado literalmente el grifo de la financiación bancaria tradicional a las PYMEs, tanto por la vía de la negación de crédito directa, como de la elevación vertiginosa de los niveles de coste financiero a soportar por éste.

El hecho de cotizar facilita la financiación por varios motivos. El más evidente es la captación directa de recursos que se puede realizar en el momento del listado en el mercado. Pero más importante es, si cabe, la posibilidad de reeditar tal captación de fondos en ulteriores operaciones, que una vez cotizan se convierte en práctica recurrida desde las cotizadas más pequeñas hasta las de mayor tamaño. Y por último, pero igualmente subrayable en términos de facilitación de acceso a financiación, es que el hecho de cotizar reporta una mejor posición de la compañía ante sus proveedores de financiación tradicional.

Es relevante también otro aspecto en relación con el mejor acceso a financiación que la vida cotizada facilita, como es la capacidad de apalancar sus acciones cotizadas por parte de los accionistas, que más allá de la lectura personal que para ellos pueda tener este hecho, sin duda positivo, pasan a incrementar su capacidad de inyectar recursos en la compañía.

#### **B) VALORACIÓN OBJETIVA DE LA EMPRESA**

A diferencia de una empresa no cotizada, las acciones de una compañía que se negocian en un

mercado cuentan con un valor objetivo, el valor de mercado o cotización de la empresa. Los mercados financieros para PYMEs incorporan las expectativas de crecimiento y beneficios en la valoración de las empresas cotizadas, así como otras variables externas a la empresa. Esta particularidad distingue los precios de las operaciones en los mercados de los que se determinarían atendiendo a otros métodos. Las acciones se convierten en un instrumento de pago de elevada liquidez susceptible de ser utilizado en una operación financiera, facilita otros tipos de transmisiones como las sucesiones, la salida de socios de referencia, etc.

Es importante señalar que la valoración es normalmente uno de los puntos críticos para el empresario a la hora de cerrar la decisión de cotizar. Es habitual que los inversores demanden un descuento en el precio para dar recorrido a su inversión.

#### **C) LIQUIDEZ PARA LOS ACCIONISTAS**

El mercado ofrece a los inversores una liquidez que hace compatible conjugar su horizonte temporal de inversión con el carácter permanente de financiación de la empresa. Adicionalmente, el mercado facilita el acceso de la empresa a una amplia comunidad inversora muchas veces institucional, tanto nacional como internacional, que confía en el proyecto que representa la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio. Por otra parte, la salida de algunos accionistas de la compañía suele coincidir con un momento de transformación de la misma. Esta transformación a menudo se hace patente en empresas familiares. En este sentido empresa familiar y empresa cotizada no son conceptos excluyentes, ya que la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, el mercado facilita la supervivencia de la empresa.

#### **D) NOTORIEDAD, PRESTIGIO E IMAGEN DE MARCA**

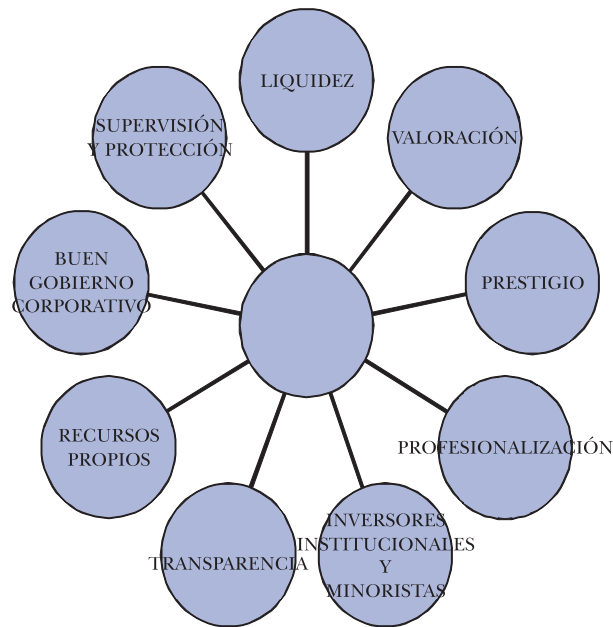
Cotizar en un mercado aporta a la empresa solvencia, transparencia y prestigio. Prestigio que



no sólo es reconocido por los inversores, sino también por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Las consecuencias son por tanto relevantes: refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores, clientes, bancos, etc. La imagen de la

empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su eco en los medios de comunicación. De hecho, la publicidad que acompaña una salida al mercado ha tenido incluso un efecto directo en el incremento de ventas de diversas compañías.

GRÁFICO 2.



### 3. ANTECEDENTES DE OTROS MERCADOS

Antes que en España, en Europa ya existían otros mercados en los que las empresas de menor dimensión pueden optar a cotizar y con ello beneficiarse de las bondades de pertenecer un mercado bursátil y lo que ello implica, como hemos enumerado anteriormente. El caso más renombrado y siempre referencia es el del Alternative Investment Market (AIM) de la London Stock Exchange. Su funcionamiento, normativa y éxito fue la base del español, aún conscientes de las diferencias existentes en términos de cultura financiera y características empresariales entre las distintas plazas que han sido relatadas al comienzo de este capítulo.

Pero AIM no es la única experiencia de éxito. El NYSE Alternext –mercado alternativo del grupo Euronext (unión de los mercados bursátiles francés, holandés, belga y portugués) que a su vez fue adquirido posteriormente por el grupo New York Stock Exchange– fue creado en mayo de 2005 y está regulado por el propio NYSE Euronext. Cuenta con más de 150 compañías cotizadas.

Uno de los motivos fundamentales que llevó a la bolsa española a plantearse seriamente el lanzamiento de su segmento para Pymes, fue el caso de Antevenio, empresa española de publicidad en Internet y marketing interactivo con tecnología propia que optó por listarse en



Alternext ante la imposibilidad de hacerlo en 2007 en nuestro país.

En la actualidad existen mercados alternativos o segmentos de mercados específicos para PYMEs en varios países como Alemania, Italia o Japón. La propia China ha vivido una enorme eclosión de empresas listadas de menor dimensión, lo cual da cuenta de que en un escenario de economía de mercado globalizada, incluso para las empresas más reducidas, la opción estratégica de cotizar está pasando a convertirse en una opción natural.

#### 4. ESTUDIO ENTRE LAS PYMEs ESPAÑOLAS ANTE EL RETO DE COTIZAR

Un estudio realizado a los pocos meses de lanzarse de facto MaB con la primera cotización de una empresa, a finales de 2009, es el que se realizó por parte del Asesor Registrado del MaB DCM Asesores, que dirijo, y Everis.

Nos parece significativo por el impacto que tuvo su presentación en las cuatro bolsas españolas en el año 2010, y por la calidad de los resultados obtenidos en el estudio de campo. Sin lugar a dudas da cumplida respuesta al objeto del título de este artículo.

#### OBJETIVOS DEL ESTUDIO

Los objetivos que se habían delimitado en el estudio eran de tres tipos:

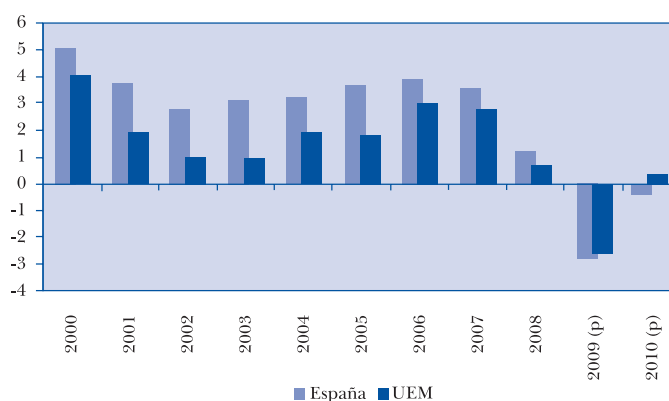
1. Conocer aquellos retos que las PYMEs españolas susceptibles de ser consideradas destacaban especialmente, así como las dificultades para alcanzar los que se encontraban.
2. Conocer de primera mano las fuentes de financiación que usan para alcanzar sus retos.
3. Identificar el conocimiento del Mercado Alternativo Bursátil como herramienta de transformación empresarial.

#### CONTEXTO DEL ESTUDIO

Es relevante señalar que el cuestionario que se realizó entre las empresas entrevistadas tuvo lugar entre los meses de junio y septiembre del año 2009, cuando tanto España como el resto de economías desarrolladas se encontraban ya en un profundo proceso de recesión económica.

En aquel momento la evolución del PIB ya era claramente negativa y la perspectiva para el 2010 era sin embargo positiva aún, tal como muestra el siguiente gráfico que por entonces recogía el estudio:

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y LA UEM

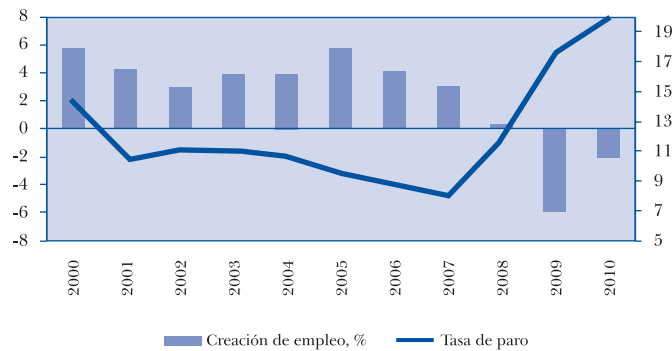


La evolución del PIB ya indicaba una enorme contracción de la actividad económica, existiendo por entonces la esperanza de que pudiese cambiar en el siguiente ejercicio 2010.



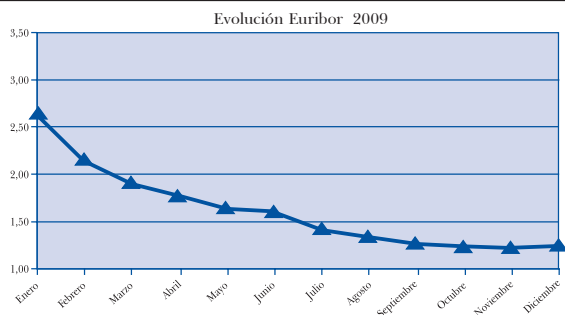
La evolución de la tasa de paro en España ya había comenzado a ser precipitada y preocupantemente alta:

**GRÁFICO 4. TASA DE PARO EN ESPAÑA DEL 18%**



La evolución de los tipos de interés era la propia de una política monetaria expansiva a nivel de toda la zona Euro, y los índices bursátiles descontaban una recuperación que finalmente no se produciría:

**GRÁFICO 5a.  
EL EURIBOR SE ENCONTRABA  
EN NIVELES DE 1,40%**



**GRÁFICO 5b.  
EL IBEX 35 INTENTABA RECUPERAR LOS  
12.000 PUNTOS CON UN PER DE 11,7**



## METODOLOGÍA

Partiendo del total de PYMEs españolas, se acotó la muestra siguiendo un criterio de facturación disponible en la base de datos SABI, seleccionando el rango de empresas con una cifra de negocio entre 10 y 150 millones de euros. Ello deparó una muestra de 21.775 empresas.

A continuación, se adoptó el criterio de selección por representatividad sectorial. Se pretendía con ello que se trabajase con una muestra representativa de los sectores identificados, sobreponderando aquellos que a priori tienen un perfil de crecimiento y evolución propenso a valorar su incorporación a un mercado de valores.



Así, se definieron cuatro niveles de ponderación:

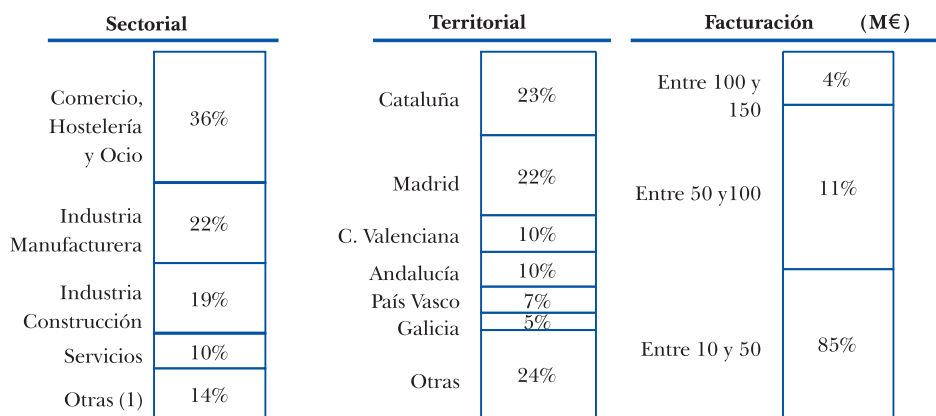
- A) Sectores intensivos en Investigación y Desarrollo: 100%.
- B) Sectores Farmacológico, Químico y Manufacturero: 50%.
- C) Resto de sectores exceptuando comercio: 25%.
- D) Comercio: 10%.

Por último se procuró obtener una muestra representativa de la distribución de las empresas por Comunidades Autónomas, manteniendo el peso relativo de éstas.

El resultado final fue una muestra para el estudio que incluía 4.962 empresas, entre las cuales se realizó un cuestionario online con más de 30 preguntas, al que respondían perfiles de dirección general o dirección financiera.

La radiografía de la muestra de cerca de 5.000 empresas contactadas fue la que sigue:

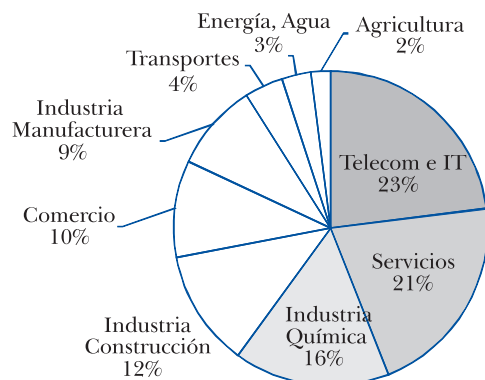
**GRÁFICO 6.**



(1) Nota. Incluye los siguientes sectores: «Transporte, Almacenamiento y Distribución», «Telecom e IT», «Industria Química y Farmacéutica», «Energía, Agua y Extracción de Minerales» y «Agricultura, Ganadería y Pesca».

Los resultados de los cuestionarios arrojaron que más de 250 empresas contestaron, siendo el 60% de las respuestas procedentes de los sectores de telecomunicaciones, servicios e industria química:

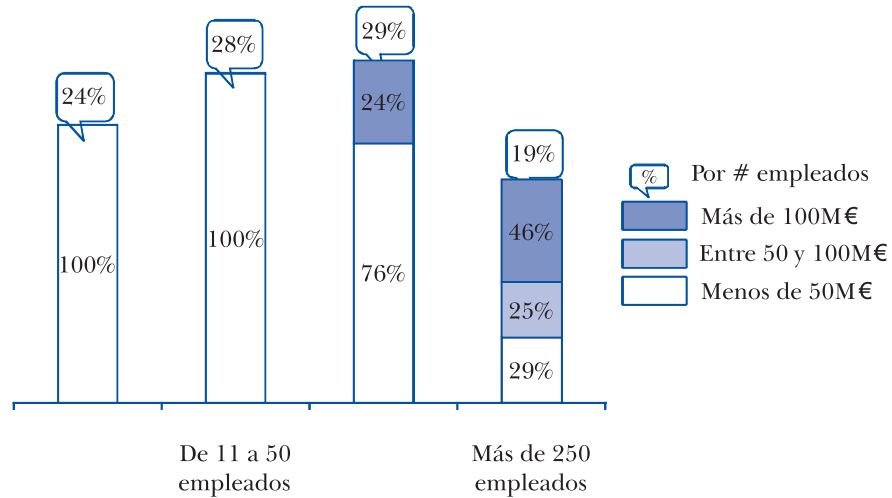
**GRÁFICO 7. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA**





En lo que respecta a número de empleados y facturación, el 80% de la muestra no alcanzaban los 50 millones de facturación:

**GRÁFICO 8. DISTRIBUCIÓN POR NÚMERO DE EMPLEADOS Y FACTURACIÓN**



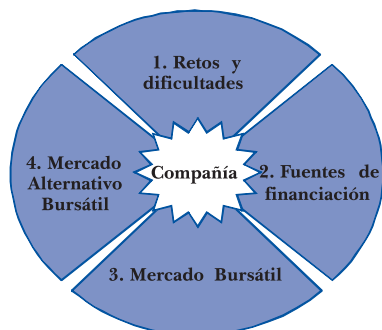
El contenido del cuestionario online, por último, contaba de cuatro bloques de información diferenciados:

- 1º Identificación de estrategias prioritarias, oportunidades y desafíos para las PYMEs.
- 2º Identificación de fuentes de financiación utilizadas y calificación de las mismas.

3º Identificación de ventajas e inconvenientes percibidos por las PYMEs respecto a la cotización en mercados de valores.

4º Identificación de ventajas e inconvenientes percibidos por las PYMEs respecto a la cotización en MaB.

**GRÁFICO 9.**



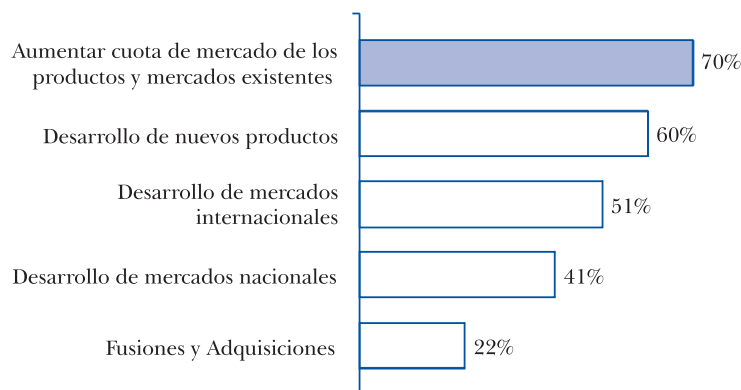


**RESULTADOS DEL ESTUDIO EN LO REFERENTE A LOS DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES DE LAS PYMES**

El 70% de las empresas encuestadas se planteaban una estrategia de crecimiento basada en el aumento de la cuota de mercado de productos y

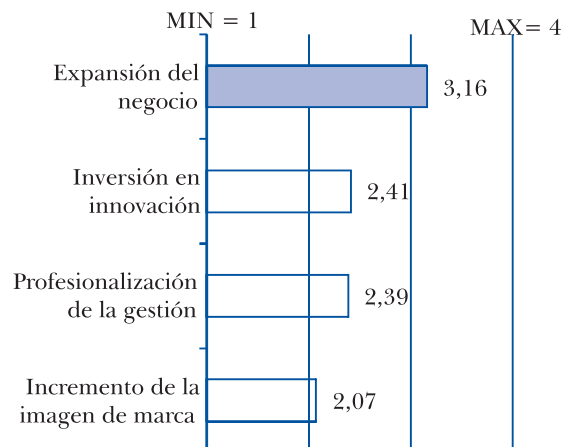
mercados existentes. A partir de ahí el desarrollo de nuevos productos (60%), de nuevos mercados internacionales (51%), de mercados nacionales (41%) y protagonizar fusiones o adquisiciones de otras compañías (22%) eran los vectores de crecimiento más referidos.

**GRÁFICO 10. ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO PARA LOS PRÓXIMOS 2 AÑOS**



En relación con la prioridad que en aquel momento tenía la compañía, el 45% de las empresas encuestadas consideraba la expansión del negocio como la principal oportunidad, seguida de la inversión en innovación y la profesionalización de la gestión.

**GRÁFICO 11. GRADO DE PRIORIDAD DE PRINCIPALES OPORTUNIDADES**

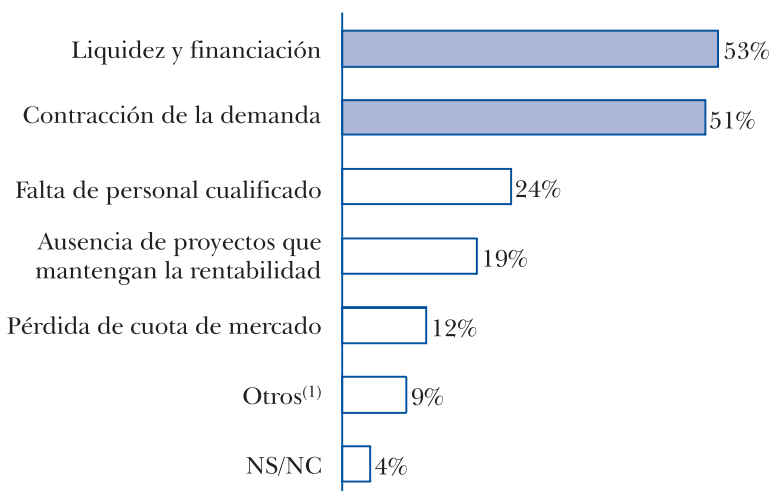




Sin embargo, aún destacando todo lo anterior, por entonces y en el contexto descrito anteriormente, ya las PYMEs enfrentaban problemas de liquidez y financiación –que muchas veces lo eran de autofinanciación–, y así se reflejaba en sus res-

puestas sobre las dificultades que preveían tener que enfrentar en los dos ejercicios siguientes (los que por ende debían ser de eclosión de la PYME en el MaB para Empresas en Expansión):

**GRÁFICO 12. DIFICULTADES DE LOS SIGUIENTES 2 AÑOS**



(1) Nota: administración del crecimiento, resultados de I+D, etc.

En conclusión, en un contexto de mercado como el descrito, con un incipiente mercado de valores para PYMEs naciendo, desde el punto de vista de los retos y dificultades que estas empresas percibían, parecía claro que basaban su estrategia de crecimiento en el aumento de la cuota de mercado de productos y mercados en los que operaban. Detectaban la necesidad de expandir el negocio como una oportunidad y no obstante ya anticipaban en los problemas de liquidez y de financiación los principales obstáculos para alcanzarlo.

### **RESULTADOS DEL ESTUDIO EN LO REFERENTE A FUENTES DE FINANCIACIÓN**

Queriendo acercarnos más al objetivo del estudio, y que nos da luz ahora también sobre el obje-

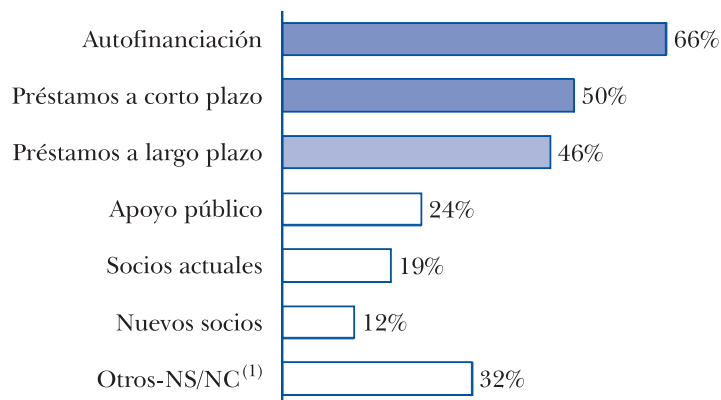
to de este artículo –la pyme ante los mercados–, se profundizó en una serie de aspectos financieros presentes y futuros, que a la luz de las respuestas permiten concluir muy claramente el camino por recorrer en la sofisticación de la presencia de la PYME española en los mercados de capitales, aferradas a soluciones financieras tradicionales que en mercados restrictivos llevan al ahogamiento. Los mercados de valores emergen entonces como una opción que cobra mayor vigencia para estas compañías, que hasta ahora no veían en ellos una posibilidad estratégica.

Para verlo basta repasar la fuente de financiación habitual que refieren nuestras PYMEs en sus respuestas, y que revela que son muy tradicionales en este sentido. Sólo una minoría recurre a nuevos socios, inversores institucionales, fondos de capital riesgo y family office:



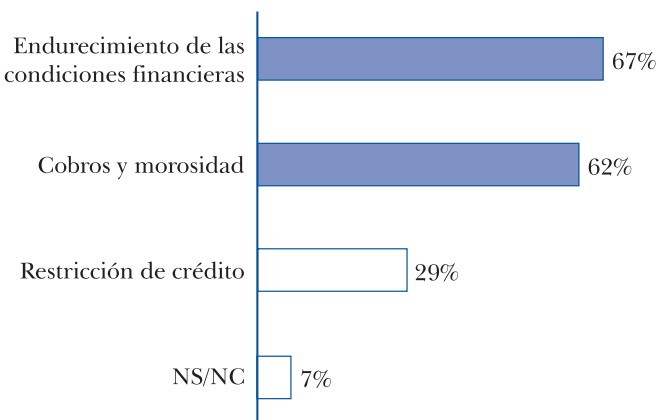


**GRÁFICO 13. TIPO DE FUENTE DE FINANCIACIÓN HABITUAL**



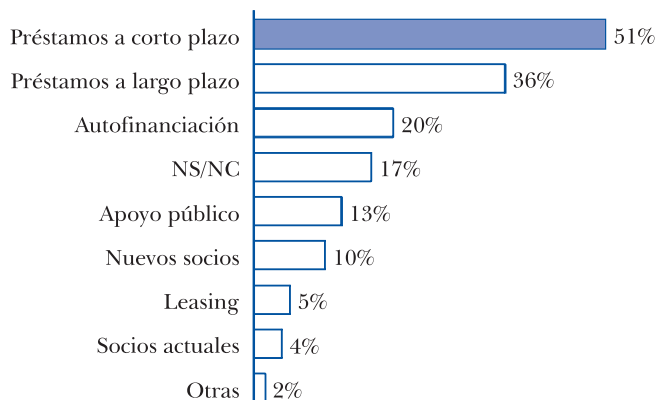
Asimismo, el endurecimiento de las condiciones financieras de estos años junto con el retraso en los cobros y la morosidad, han afectado significativamente la obtención de capital de las PYMEs y empresas en expansión:

**GRÁFICO 14. CAUSAS QUE HAN DIFICULTADO LA OBTENCIÓN DE CAPITAL**



Interrogadas por las fuentes de financiación más problemáticas, las PYMEs destacan las líneas a corto plazo, relegando de manera reveladora la autofinanciación, cuya salud evidentemente retroalimentaría tal capacidad de finan-

ciación de terceros. Quedaba patente en las respuestas la inercia que impregnaba nuestro tejido empresarial de propensión al apalancamiento excesivo:

**GRÁFICO 15. FUENTES MÁS PROBLEMÁTICAS EN LA ACTUALIDAD**

Como conclusiones relativas a la parte del estudio dedicada a las fuentes de financiación, quedaban claro en definitiva varias cuestiones:

- Las PYMEs españolas son muy tradicionales a la hora de buscar vías de financiación. La gran mayoría recurre al crédito, frente a opciones alternativas de autofinanciación o capitalización.
- Sólo un 12% busca la financiación en nuevos socios, inversores institucionales, fondo de capital riesgo o family office.
- El endurecimiento de las condiciones financieras, junto con el retraso en los cobros y la morosidad de los clientes, han afectado a la obtención de recursos enormemente, ahogando el crecimiento.

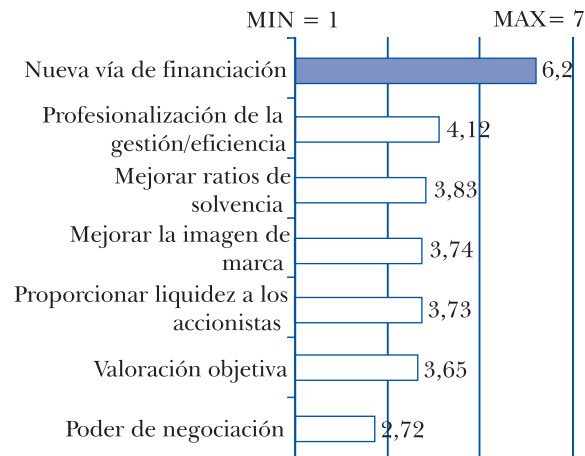
#### ***RESULTADOS DEL ESTUDIO EN LO REFERENTE A LOS BENEFICIOS E INCONVENIENTES PERCIBIDOS POR LAS PYMEs PARA COTIZAR EN BOLSA***

Se preguntaba a las compañías sobre los beneficios que conocían de una vida cotizada, si se lo habían planteado, la importancia que le otorgaban, etc. Sin lugar a dudas este bloque, y en el marco de las reflexiones que los dos anteriores alumbraban mucho más, da buena cuenta de cómo enfrentan nuestras PYMEs los mercados.

Las respuestas sobre las bondades de cotizar en bolsa sí priorizaban la opción a nuevas vías de financiación y la profesionalización de la gestión como valores fundamentales, seguidos de la mejora de la solvencia y de la percepción pública de la compañía:

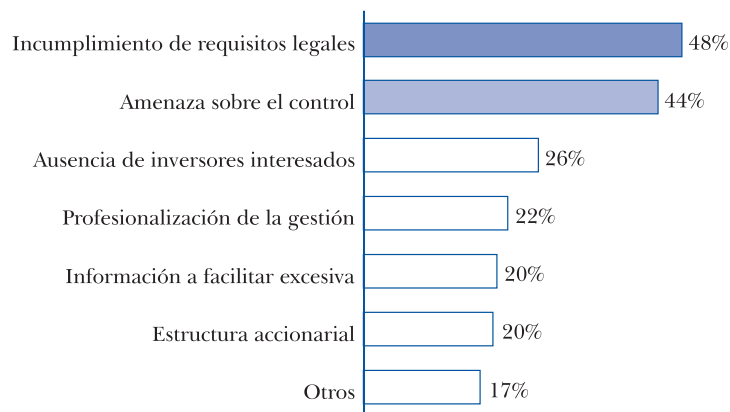


**GRÁFICO 16. BENEFICIOS ASOCIADOS A COTIZAR EN BOLSA**



Es revelador también anotar que identificaban como inconvenientes los requisitos y la amenaza sobre el control político de la compañía:

**GRÁFICO 17. INCONVENIENTES ASOCIADOS A COTIZAR EN BOLSA**

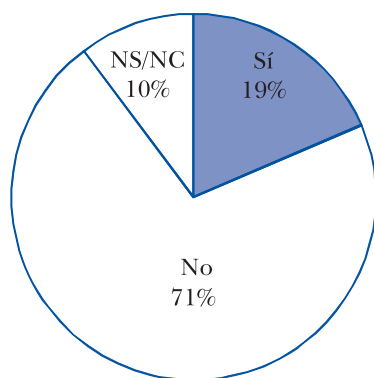


Interrogados sobre si la opción de realizar emisiones en mercados de valores era una opción para ellas, las empresas respondieron que no lo era en el 71% de los casos. Aunque no es sorprendente, sí abruma constatar que la gran mayoría de empresas no incorporaban ésta a sus opciones estratégicas,

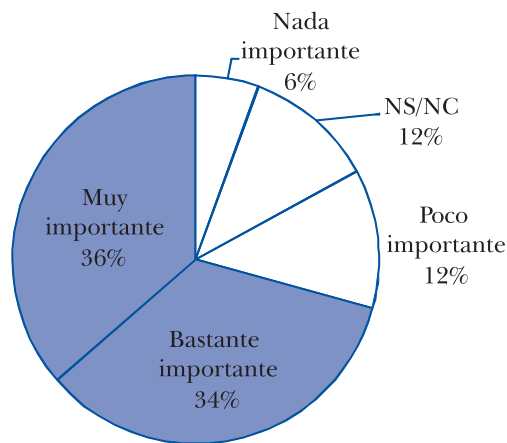
algo a lo que el desarrollo del MaB sin duda está contribuyendo a modificar. Es importante ver también que de esta gran mayoría de compañías que ni lo consideraban, más de dos tercios lo achacaban a la coyuntura económica extremadamente complicada del contexto.



**GRÁFICO 18a. SALIR A COTIZAR EN BOLSA**

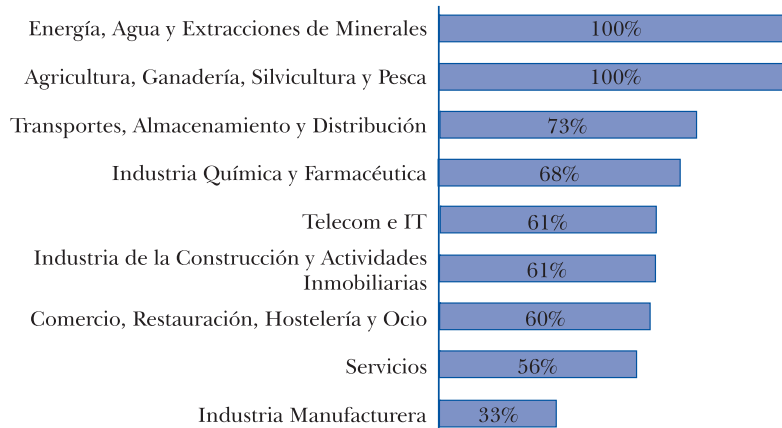


**GRÁFICO 18b. INFLUENCIA DE LA COYUNTURA**



Por último, en aras de propiciar una reflexión sectorial en las PYMEs interrogadas, se les preguntó por competidores cotizados, sorprendiendo que en la mayoría de sectores y compañías sí referían tener identificados tales competidores cotizados:

**GRÁFICO 19. CUÁNTOS CONOCEN EMPRESAS DE SU COMPETENCIA EN BOLSA**



En conclusión, el 70% de las PYMEs españolas encuestadas valoraban la apertura a una nueva vía de financiación que supone la salida a bolsa, si bien identificaban el incumplimiento de los requisitos legales y la posible pérdida

de control empresarial como los claros inconvenientes de abordarlos. El 70%, no obstante, ve la coyuntura económica desfavorable como principal razón para no plantearse una emisión.



**RESULTADOS DEL ESTUDIO EN LO REFERENTE AL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL ESPAÑOL**

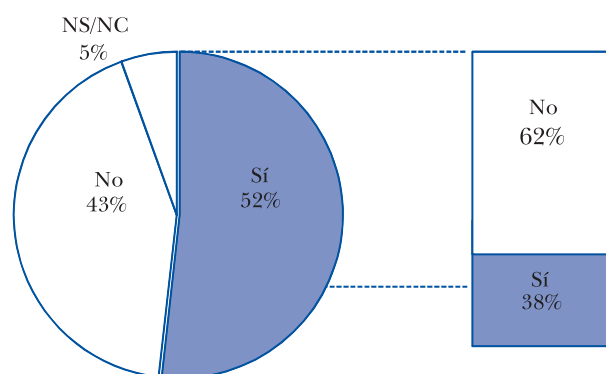
El estudio quiso conocer en qué medida las PYMEs conocían y valoraban este incipiente mercado pensado para ellas, y los resultados fueron una vez más elocuentes.

Por la enorme difusión que la publicidad de este mercado en medios y la ausencia de operaciones de mercado principal ha propiciado en los primeros meses del MaB, un sorprendente porcentaje del 50% de las encuestadas decían conocerlo, de las cuales un 38% (20% del total de PYMEs) manifestaban poder llegar a considerarlo.

**GRÁFICO 20.**

**¿CONOCE EL MAB?**

**¿SALDRÍA A COTIZAR AL MAB?**

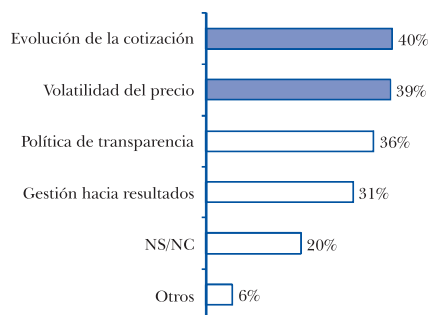


Y ya centrados en el propio MaB, se reiteró la cuestión sobre pros y contras de realizar emisiones y registrarse para cotizar en él, siendo de nuevo relevantes las respuestas. Seguían subrayando la nueva vía de financiación que MaB supone para ellas, pero con nuevos factores de

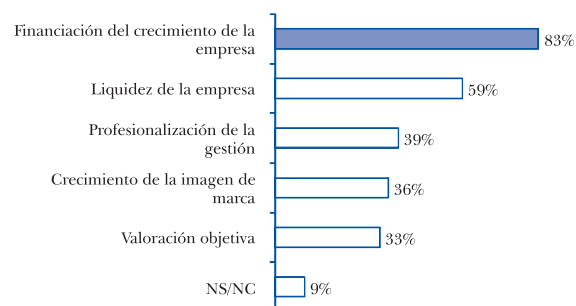
riesgo: la evolución de la cotización, la volatilidad y los requisitos de transparencia.

Más del 60% de las PYMEs, por último, señalaba la criticidad para ellas del apoyo público a la hora de encarar la emisión en mercados de valores.

**GRÁFICO 21a. RIESGOS DE COTIZAR EN EL MAB**

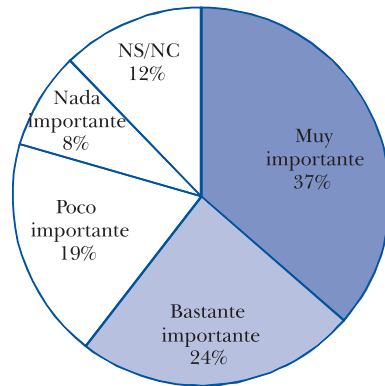


**GRÁFICO 21b. BENEFICIOS DE COTIZAR EN EL MAB**





**GRÁFICO 22. GRADO DE IMPORTANCIA DEL APOYO PÚBLICO**



- Las empresas de los sectores Químico y Manufacturero parecían ser las más sensibles en cuanto a ayudas públicas, propiciado quizá por un efecto coyuntural. El 85% las consideraba muy relevantes
- El estudio también mostraba que el 70% de las Pymes y Empresas en Expansión no conocían la existencia de dichas ayudas
- Adicionalmente, el 80% consideraba necesarios por lo menos los incentivos fiscales

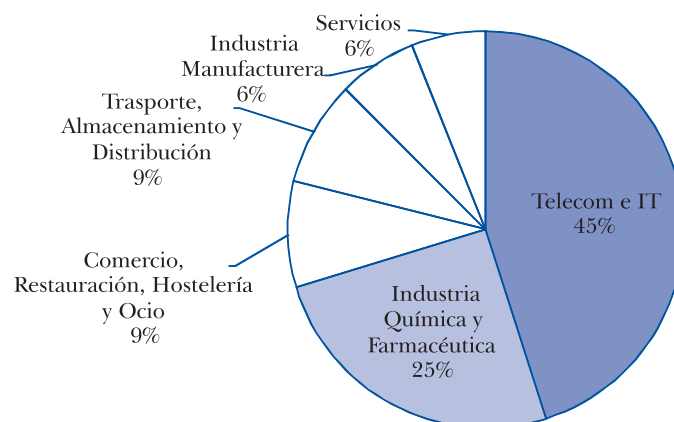
Las conclusiones de este bloque señalaban que más de la mitad de las PYMEs conocían el MaB, con un 38% de las mismas considerándolo como estrategia futura potencial en una coyuntura favorable. La incertidumbre sobre que la evolución bursátil compense los costes económicos y no económicos del proceso, y los requisitos de transparencia y cumplimiento de resultados, destacaban como los factores más disuasorios.

Aún así, el 83% consideraba que el principal beneficio de cotizar es el acceso a financiación, si bien subrayando la total importancia del apoyo público (ayudas directas, incentivos fiscales a la inversión, etc.) que ya existe en otros mercados como el MaB para dar el paso estratégico y considerarlo seriamente.

## 5. CARACTERIZACIÓN DE LA PYME ESPAÑOLA EN SU RELACIÓN CON LOS MERCADOS

A la vista de los resultados del estudio que desde DCM y Everis realizamos precisamente para caracterización de la relación entre la PYME española y los mercados de valores, y contrastados los primeros pasos que ha dado el Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión desde entonces, parece claro que los sectores más propensos a emprender la transformación para cotizar son las Telecomunicaciones y el sector Químico-Farmacéutico.

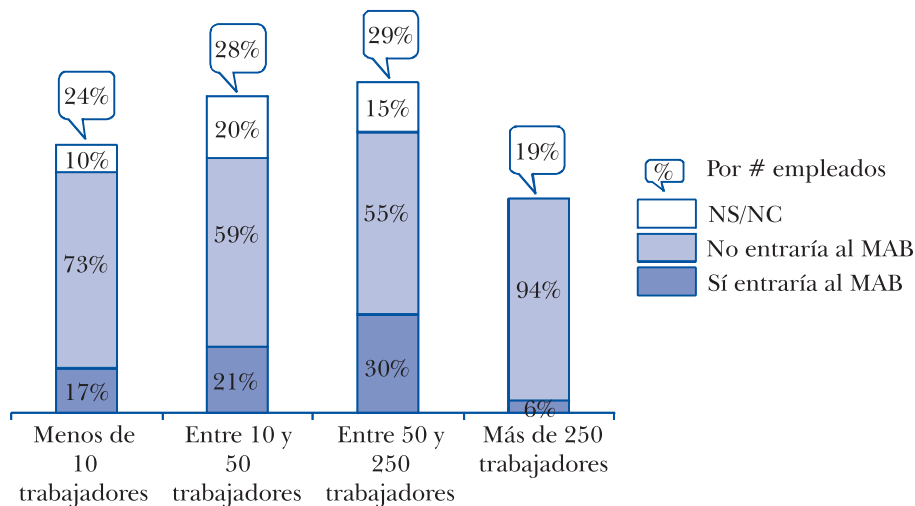
**GRÁFICO 23. SECTOR DE ACTIVIDAD**





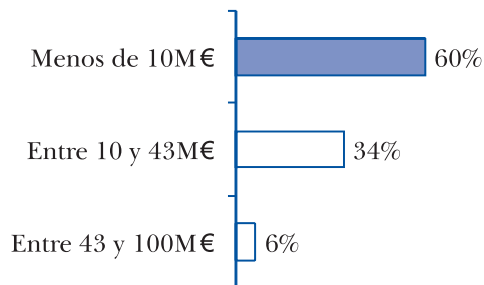
El rango de empleados de las empresas potenciales de salir al MaB se sitúa principalmente entre los 50 y los 250 trabajadores.

**GRÁFICO 24. DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS POTENCIALES DE ENTRAR AL MAB POR EMPLEADOS**



Más de la mitad de las empresas interesadas en entrar al MaB disponen de un activo menor de 10 MM €.

**GRÁFICO 25. ACTIVO**

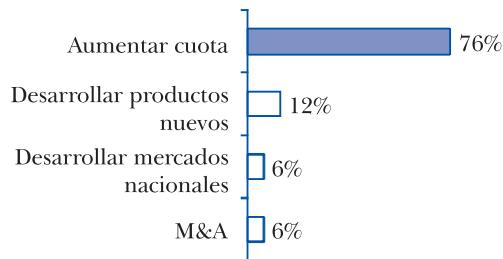


Por último, la estrategia planteada por las PYMEs interesadas en cotizar es claramente aumentar la cuota de mercado y la oportunidad principal es la de conseguir financiación:

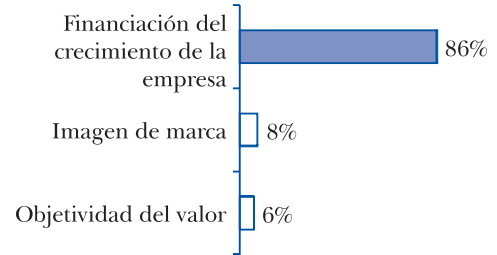


GRÁFICO 26.

## ESTRATEGIA



## OPORTUNIDAD



## 6. CONCLUSIONES

Los resultados del estudio fueron claramente sorprendentes para cuantos estuvimos involucrados en el mismo.

Conscientes de que vivimos en un país con una cultura claramente alejada de los mercados financieros si lo comparamos con otras economías desarrolladas, no parecía probable el grado de conocimiento que los responsables de las PYMES han exhibido. Cuya opinión se recabó y acabó aflorando.

No obstante, lejos de conformarnos con la relativa satisfacción de que nuestro país habría aprovechado convenientemente los años de bonanza económica y financiera, las conclusiones a las que uno finalmente llega tienen que ver con cuatro reflexiones fundamentales:

- 1) La primera hace referencia a que la menor presencia de nuestras empresas de menor dimensión está relacionada con la mayor percepción de riesgo en esta opción, y no tanto en su desconocimiento. Conforme se ha mostrado en el estudio, tanto la volatilidad de la futura vida cotizada como la sensación de pérdida de control, se encuentran entre las principales razones que disuaden a las compañías de plantearse seriamente esta opción.
- 2) La segunda tiene que ver con el estilo gerencial que, a la luz de la cultura

empresarial que subyace en la reflexión anterior, impera entre nuestras pymes. Efectivamente, desde el punto de vista estratégico es frecuente un liderazgo concentrado frente a una estructura profesionalizada. Algo que, por ende, tiene todo que ver con la supervivencia generacional de nuestras empresas de menor dimensión.

- 3) En tercer lugar, el estudio permitió constatar que en relación con el posicionamiento de la pyme española ante los mercados, existe todavía un *gap* importante entre la percepción de la alta dirección, mucho más receptiva, y la propiedad, mucho más escéptica. Siendo obvio que los primeros ven en los mercados una potente palanca para su desarrollo profesional, y que los segundos una oportunidad de valorización empresarial, sigue no obstante subyaciendo una cierta desalineación en la dialéctica entre ambos estratos empresariales. Algo que, en nuestra opinión, tiene que ver con los sistemas de incentivos y la participación de los gestores en el capital, todavía por detrás de lo que es habitual en otras economías desarrolladas.
- 4) Por último destaca que el apoyo de las administraciones públicas debe ser contundente y decidido en forma de incenti-





vos a la pyme que opte por utilizar los mecanismos que los mercados de valores facilitan. Sólo de este modo será factible reducir la brecha de desarrollo entre la función financiera de nuestras empresas y las de las economías con la que competimos, maximizando sus alternativas disponibles.

Lo cierto es que ante este balance, y siendo la que es la posición cautelosa o escéptica, pero informada, de las pymes ante los mercados, cabe extrapolar una serie de expectativas sobre los próximos años:

- a) Entretanto los mercados financieros sigan cerrados en el corto plazo, la propensión de las empresas a explorar las opciones que les abren los mercados se seguirán incrementando. Ello quiere decir que su nivel de conocimiento sobre este asunto continuará creciendo y sofisticándose, y serán cada vez más las compañías que inicien los procesos de incorporación a los mercados, si bien muchas verán dilatados los tiempos de finalización del proceso.
- b) La coyuntura económica va a permitir que la alineación de objetivos e interés entre gestores y propietarios continúe convergiendo, lo cual dará más visibilidad a la relación de las compañías con los mercados financieros y a su profesionali-

zación. Esto será especialmente acusado en el caso de las empresas familiares.

- c) Cuando los mercados comiencen a mostrar una mínima normalización, habrá una verdadera eclosión de casos de pymes cotizadas. Ello redundará en una acelerada culturización de nuestras empresas en relación con los mercados financieros y de valores, que también contribuirá a estrechar las diferencias que en este sentido subsisten con otras economías.
- d) Se está gestando una verdadera industria financiera y subsidiaria en torno a este escenario potencial, que constata que los agentes económicos de los sectores afectados descuentan su verosimilitud.
- e) Si de verdad se quiere que todo ello tenga la repercusión deseada, en tiempo y alcance, sobre el tejido empresarial al servicio del que están los mercados de valores, todo ello pasa necesariamente por un inminente, amplio y decidido respaldo desde las administraciones públicas a través de cuantos elementos normativos están a su alcance.

En definitiva, una auténtica modernización de la relación de nuestras pymes con los mercados financieros, que será fuente de crecimiento en el futuro.





# FINANCIACIÓN DE LA PYME EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL. LA EXPERIENCIA Y PROYECCIÓN DEL MAB

**Antonio Giralt**  
**Jesús González Nieto**  
**Mercado Alternativo Bursátil**

## RESUMEN EJECUTIVO

Este capítulo analiza cómo las PYMES pueden acceder al mercado de valores y beneficiarse así de las ventajas que hasta ahora eran exclusivas para empresas más grandes. La financiación es la primera razón que anima a estas compañías a acercarse al mercado, si bien reciben otros beneficios no menos importantes.

El capítulo comienza preguntándose los motivos por los que hasta hace poco las empresas pequeñas no cotizaban en el mercado de valores. A continuación, se presenta el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la alternativa española para PYMES, cuya primera compañía comenzó a negociar en 2009. Se definen sus características y condiciones, la experiencia de los dos primeros ejercicios, que puede calificarse de satisfactoria, y por último se analiza el enorme potencial del MAB, a la vista del amplio universo de compañías destinatarias y se reflexiona sobre la necesidad de incentivos económicos, en particular fiscales que impulsen la demanda de inversión hacia este tipo de compañías, imprescindible para cerrar este círculo de financiación tan importante para la PYME española.

## 1. ¿POR QUÉ LAS PYMES NO HAN ACCEDIDO AL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL? ¿Y A OTROS MERCADOS EUROPEOS?

Antes de analizar cómo las PYMES pueden financiarse en el mercado de valores español quizás

sea conveniente comenzar estudiando por qué hasta ahora apenas se han acercado al mismo. Tradicionalmente la pequeña empresa española ha sido ajena por completo a cualquier financiación que no fuese la del crédito bancario. Este hecho, que se ha considerado siempre una característica inamovible de la financiación de estas empresas, las convierte en especialmente vulnerables a una contracción del crédito relevante, como la que ahora atravesamos.

Cuatro grandes razones se pueden considerar a la hora de explicar este comportamiento. En primer lugar, la abundancia del crédito y la eficacia del sistema bancario en España en los últimos veinticinco años. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no sólo remitir periódicamente ciertos estados financieros sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

Veremos también en este apartado hasta qué punto la afirmación de que las PYMES no se financian en el mercado de valores español es cierta, o dicho de otra manera, si la bolsa ha conseguido financiar en algún momento a este tipo de empresas. Para terminar, repasaremos brevemente qué alternativas han encontrado las



PYMES de otros países europeos en otros mercados diseñados a su medida.

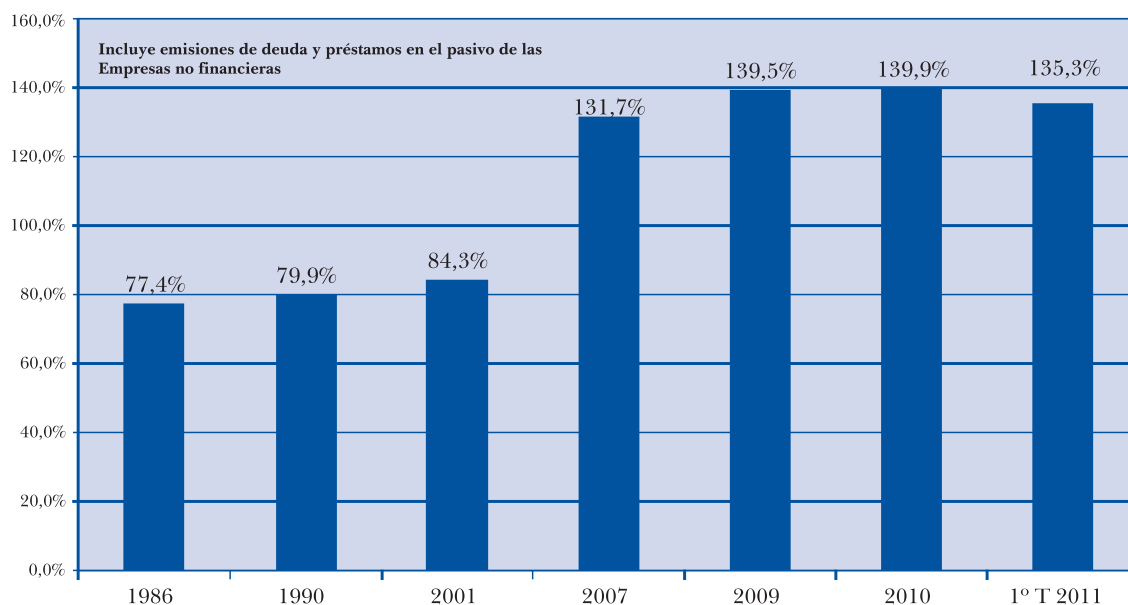
### 1.1. ABUNDANCIA EXCESIVA DE CRÉDITO BANCARIO

Las PYMES españolas no se han acercado al mercado de valores porque tradicionalmente no les ha hecho falta. La reticencia histórica de endeudamiento de muchas empresas familiares y la oferta de crédito aparentemente inagotable por parte de las entidades financieras han consolidado durante los últimos veinticinco años la convicción en la mayoría de los empresarios medianos

y pequeños de que no sólo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban.

La evolución del endeudamiento de las empresas en los últimos años ha exacerbado esta tendencia. El modelo económico español de la última década combinó crecimiento, en buena medida basado en los sectores construcción e inmobiliario, junto con financiación internacional capturada por entidades financieras y traspasadas principalmente a los mencionados sectores. La consecuencia ha sido que el endeudamiento de las empresas no financieras se ha multiplicado por diez desde 1986. Sólo en la pasada década se ha triplicado, pasando de medio billón a un billón y medio, el 140% del PIB (ver gráfico 1).

**GRÁFICO 1. ENDEUDAMIENTO EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (% PIB)**



Fuente: Cuentas Financieras Economía Española. Banco de España.

Este modelo de financiación es poco sostenible, sobre todo porque no se ha visto compensado con una financiación complementaria a través de los mercados financieros. Eso hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito. La desproporción de la financiación crediticia en comparación de la financiación a través de bonos y obligaciones es

evidente. Como puede apreciarse en el gráfico 2, el saldo vivo de bonos era de 27.000 millones de euros en el primer trimestre de 2011, mientras el saldo vivo de préstamos superaba los 1.459.000 millones.

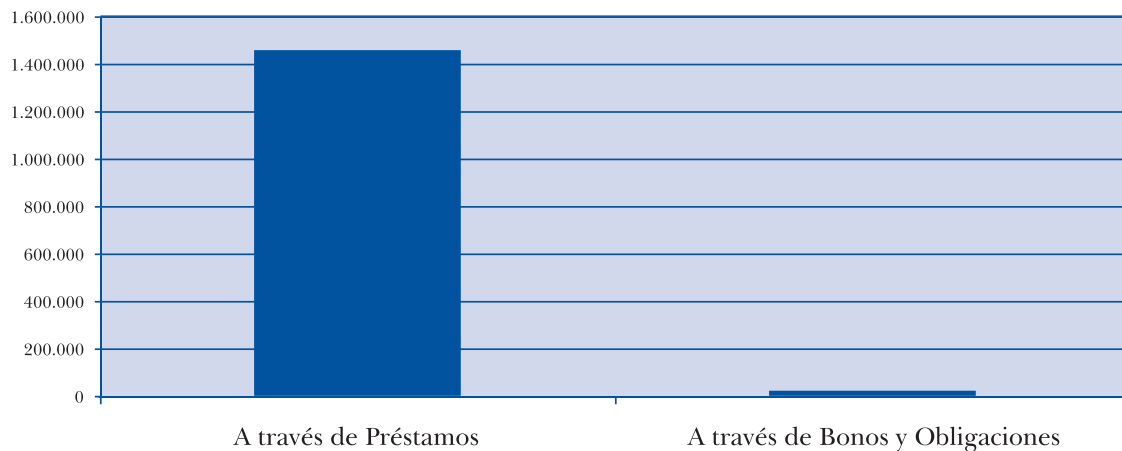
Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada,



sólo un 20% de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50% en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70% en Estados Unidos, como refleja el gráfi-

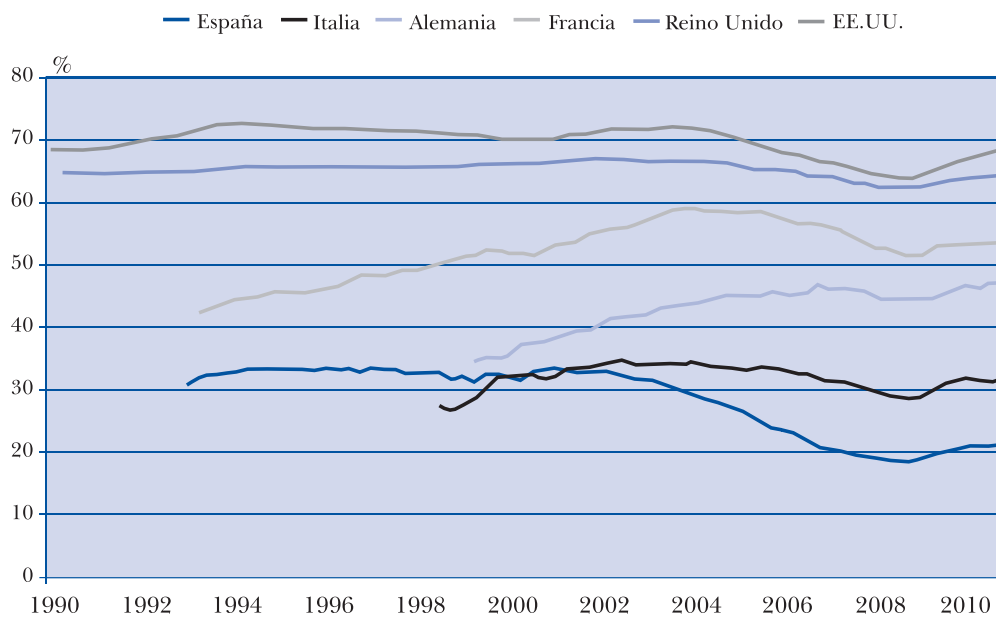
co 3. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de PYMES, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es casi nula.

**GRÁFICO 2. CÓMO SE FINANCIAN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ESPAÑA**  
**SALDOS VIVOS DE PRÉSTAMOS Y BONOS**  
Volúmenes en millones de euros al cierre de 1º T 2011



Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras.

**GRÁFICO 3. PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO**  
**FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO**



Fuente: CNMV, Bancos Centrales y Dealogic.



## 1.2. COMPLEJIDAD REGULATORIA Y EXCESIVA TRANSPARENCIA

Uno de los obstáculos que cierto porcentaje de empresas en general y en particular PYMES han señalado tradicionalmente a la hora de acercarse al mercado es la carga regulatoria y la excesiva exposición de información sensible ante la competencia. En lenguaje coloquial, salir a bolsa equivale a «complicarse la vida» en opinión de muchos empresarios.

Es cierto que una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información financiera que estos y otros socios potenciales necesitan para tomar sus decisiones.

Este cambio es en primer lugar un cambio en la actitud, en la filosofía, en la cultura de la empresa. Pero también debe acompañarse de los necesarios procedimientos para que su gobierno y su transparencia se impliquen en el día a día de la compañía y el circuito de información fluya adecuadamente. Es decir, no basta con la predisposición de los administradores sino que deben implementarse unas mecánicas de gobierno y de producción de información suficientes.

La distancia entre una compañía cotizada y otra que no lo está, pese a ser considerable, se ha acortado en la última década. Las obligaciones que establece la legislación mercantil para las sociedades de capital, en particular las de mayor tamaño, son mayores cada vez. La convicción de que cualquier compañía tiene una cierta responsabilidad social, al margen de la composición de su accionariado, ha ido introduciendo una dosis creciente de transparencia. Incluso la adopción voluntaria de un conjunto elemental de reglas de gobierno interno responsable se ha ido haciendo menos excepcional en los últimos años.

A pesar de todo, debemos reconocer que la legislación bursátil se ha diseñado pensando en las empresas más grandes, cuyo accionariado es el más difundido. La pauta marcada por la legis-

lación comunitaria también ha apuntado en la misma dirección, que a su vez venía influenciada por la tendencia norteamericana, cuya carga normativa se intensificó con la Ley Sarbanes-Oxley, publicada como reacción a los escándalos Enron, Worldcom y otros. En ese entorno no parece que las empresas más pequeñas, con menor capacidad de producción de información sofisticada y menos recursos que dedicar a su asesoría jurídica, hayan merecido un trato diferente en la normativa bursátil.

La necesaria adopción de Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), el cumplimiento del código unificado de gobierno corporativo y la redacción de los informes consecuentes, la presentación de información financiera con carácter trimestral y ciertas disposiciones relacionadas con la ley de transparencia son las principales cargas que, desde la experiencia del trato con centenares de compañías, hemos detectado cuando se trabaja con empresas pequeñas.

A la vista de todo ello, ya en los años noventa comienzan a aparecer mercados con una regulación menos exigente, pensados más para las empresas pequeñas. Las experiencias han tenido un éxito dispar. Algunos han acertado en su regulación y han sabido reforzar la exigencia elemental que la propia comunidad inversora trasladaba a la empresa que requería su dinero. Es el caso de AIM. Otros confundieron regulación para PYMES con regulación escasa y asumieron que el inversor sabría distinguir solo y decidir en consecuencia, aun sin información. Hoy han desaparecido, como algunos «nuevos mercados» creados al calor de la fiebre de las «punto.com».

Parece, pues, esencial buscar un equilibrio entre carga regulatoria y capacidad de atenderla de parte de una pequeña empresa si se pretende abrir a ésta la puerta de los mercados de valores y, a la vez, atraer inversores que aporten financiación.

Obviamente, siempre quedará en el lado de los inconvenientes la pérdida de confidencialidad de cierta información que la empresa considere estratégica y sensible para la competencia, pero que sea de necesaria difusión a los inversores. En una socie-



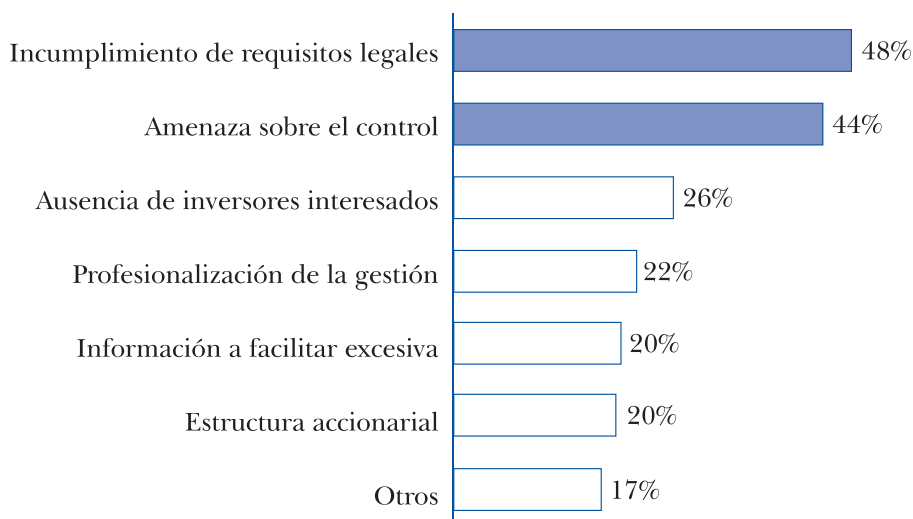
dad con tal abundancia de información como la nuestra, cada vez hay menos margen para que este tipo de información pueda no compartirse con otros agentes económicos. Además, la información que las sociedades cotizadas ofrecen al mercado tiene más un carácter financiero que comercial.

### 1.3. PÉRDIDA DEL CONTROL DE LA COMPAÑÍA

Es este uno de los argumentos negativos para la cotización más extendidos y sin embargo el más

falso de todos. En un reciente estudio publicado por EVERIS y DCM un 44% de las empresas encuestadas consideraban la amenaza al control de la compañía como obstáculo para cotizar. Sólo se veía superado por otro prejuicio, igualmente falso, que consistía en la creencia de que la compañía incumplía los requisitos o condiciones legales para cotizar. El 48% de las compañías lo consideraba así, fundamentalmente por ignorancia, pues los requisitos para cotizar son muy accesibles para la mayoría de las empresas, como veremos en el siguiente capítulo. Gráfico 4.

**GRÁFICO 4. INCONVENIENTES ASOCIADOS A COTIZAR EN BOLSA**



Fuente: DCM- Everis.

Volviendo al temor a perder el control, éste se basa en la asunción errónea de que para cotizar hay que poner en manos del mercado la mayoría de las acciones. La normativa bursátil en España exige una dispersión accionarial en manos del público inversor («Free-float») de al menos un 25% del capital. Hasta hace unos años, ni siquiera se exigía ese mínimo. Es cierto que cuando se admite a cotización una compañía, se registra en el mercado el 100% del capital, es decir todas las acciones son negociables teóricamente. No puede limitarse

estatutariamente su transmisibilidad. Sin embargo, nadie está obligado a vender sus acciones. Si el accionista mayoritario posee más del 50% de la compañía no tiene más riesgo de perder el control que si estuviera fuera de bolsa.

Este obstáculo, como vemos erróneo, es percibido con más frecuencia entre empresas familiares, que tiendan a considerar un valor importante la preservación del patrimonio empresarial para la siguiente generación. En realidad, empresa fami-



liar y empresa cotizada no son en absoluto conceptos excluyentes. Al contrario, numerosas empresas familiares cotizan en Bolsa y eso les ayuda a mantener la continuidad de la compañía.

#### 1.4. COSTES DEMASIADO ELEVADOS

Los costes de cotizar se dividen en dos grupos: aquellos que surgen en el momento de la salida y los que corresponden al mantenimiento posterior de la cotización. Hay unos costes explícitos correspondientes a las comisiones, honorarios y tarifas cobrados por los diferentes asesores, auditores, entidades financieras colocadoras y el propio mercado. Y hay otros implícitos que surgen de la necesidad de implementar en la empresa los procesos de generación de información exigida y mantener el personal dedicado a manejar esta información y transmitirla a los inversores y autoridades.

Según un estudio de la Universidad de Munich sobre los costes de OPV (ofertas públicas de venta) entre 1999 y 2008 para 952 compañías en diferentes mercados, los costes medios totales en el momento inicial suponen un 10,9% del capital obtenido en operaciones pequeñas, de menos de 100 millones de euros. A medida que la operación crece el importe relativo desciende, pues una parte relevante corresponde a costes fijos o casi fijos (auditoría, asesoría legal, etc.) y en operaciones grandes no supera el 3-4%.

Cabe destacar que los costes se detraen del capital obtenido y son los nuevos accionistas los que los pagan aunque los antiguos los comparten indirectamente a través de una mayor dilución. Obviamente, se pagan una sola vez.

A algunas compañías puede parecerles elevado, sin embargo la mayoría considera que merece la pena a cambio de las ventajas que este tipo de financiación reporta.

En todo caso, una de las razones de la puesta en marcha de mercados alternativos especializados en empresas pequeñas ha sido reducir los costes, sobre todo los implícitos que residen en la carga administrativa que soporta toda empresa cotizada, por la vía de simplificar las obligaciones

y racionalizar el flujo de información de mercado. También en los costes explícitos de tarifa de mercado suelen observarse reducciones respecto a las bolsas tradicionales. En el caso del MAB, las tarifas de admisión y mantenimiento son la mitad que en la bolsa española.

#### 1.5. LAS EMPRESAS MÁS PEQUEÑAS EN LA BOLSA TRADICIONAL

Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso de algunas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. Cuando nos referimos en este artículo a empresas pequeñas en bolsa no queremos decir «*small caps*», cuyo valor de mercado (capitalización) puede oscilar entre los 150 y los 1.000 millones de euros, sino «*micro caps*», de valor inferior a los 150 millones de euros. Entre estas últimas, algunas podrían encajar en la definición de empresa mediana de la Comisión Europea, por lo que podría definirse una cierta zona de intersección.

En la bolsa española existen tres modos de contratación que identifican diferentes niveles de liquidez. Un primer modo llamado mercado «abierto» u «*open*», conocido coloquialmente como mercado «continuo», que agrupa los valores más líquidos, que suelen coincidir con los más grandes. Un segundo modo llamado «*fixing*», que concentra la contratación en dos subastas electrónicas, donde se negocian valores más pequeños y con escasa liquidez. Y un tercero, llamado «corro electrónico», en el que se agrupan valores locales con cotización admitida en una sola bolsa y que hasta 2010 se negociaban de viva voz. Estos también se contratan en dos subastas electrónicas al día. Un total de 38 valores se negocian en estos corros electrónicos y 4 más lo hacen en «*fixing*». Algunos de ellos corresponden a compañías relativamente grandes cuyo «*free-float*» es escaso y en consecuencia cruzan un volumen muy pequeño. Pero otras son acciones de empresas que podrían encajar en la definición de empresas medianas y que por unas u otras razones decidieron cotizar en Bolsa, en un momento en el que no había otra alternativa. De hecho, con sólo





dos excepciones, los valores del corro electrónico tienen una capitalización inferior a 100 millones de euros y sólo seis más superan los 50.

Sin embargo, muchos de ellos se han financiado a través de ampliaciones de capital, en el momento inicial de cotización o posteriormente. Por tanto, aunque hayan perdido el favor de los grandes inversores, no es justo decir que ninguna PYME española ha accedido al mercado bursátil. Otra cosa es que, al cabo de los cambios que han experimentado las bolsas en las dos últimas décadas, pueda considerarse que están cotizando en el mercado adecuado a sus necesidades y capacidades, habiendo ya otras alternativas a su alcance, como el MAB.

Esta idea de reposicionar el mercado de cotización en el caso de empresas pequeñas ya ha sido reiterada por varios autores especializados, como Rafael Sánchez de la Peña, que en un estudio publicado por la CNMV en 2008 se pregunta hasta qué punto es cierto que las empresas de mercados alternativos como el MAB son menores que los más pequeños de la bolsa y si aquél puede ofrecer a estas empresas ventajas similares a la bolsa con un acceso más sencillo.

De hecho, tanto en AIM (*Alternative Investment Market*) como en Alternext (mercado alternativo francés) una parte relevante del flujo de empresas proviene del mercado bursátil tradicional. En particular, AIM arranca en 1995 con 40 compañías que se pasan desde la Bolsa de Londres. Alternext, por su parte, también incorpora cada año numerosas empresas desde la bolsa tradicional, Euronext París; concretamente, en 2011, 15 de las 30 incorporaciones a Alternext provienen de Euronext.

## 1.6. PRINCIPALES EXPERIENCIAS INTERNACIONALES

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco sólo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características orientados a empresas en crecimiento de tamaño

pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, léase Nasdaq en alguna medida o el AIM británico, en los últimos años en Europa continental comienzan a extenderse experiencias que tratan de abrir hueco en los mercados bursátiles a empresas de tamaño reducido.

Esta es la clave del MAB y la alternativa que desde hace años está funcionando en otros países y ha beneficiado a muchas compañías. Una buena referencia es el mercado alternativo londinense, AIM, con una antigüedad de 15 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En la actualidad, no alcanzan este número, sino que rondan más bien las 1.150 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es bueno: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y algunas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

Inició su andadura en 1995 como un mercado dedicado a empresas del Reino Unido que no tenían los recursos, ni el tamaño ni la notoriedad suficiente para poder acceder a un mercado de capitales. Después de los 10 primeros años enfocado por completo a empresas británicas comenzaron a ofrecer acceso a las empresas internacionales y hoy tienen 230 empresas extranjeras cotizando. El carácter internacional, impulsado por la condición de Londres como plaza financiera global es posiblemente la mayor diferencia de AIM respecto a otras alternativas.

AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación adecuada, el apoyo del gobierno y unos asesores (auditores, abogados, consejeros) que llevan años dedicándose a este tipo de empresas. Pero sobre todo, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores. Se prima la innovación, el carácter emprendedor competitivo y transparente. A diferencia de la forma de entender de Europa continental, el anglosajón suele crear una empresa con intención de abrir su accionariado, si eso le ayuda a crecer y no rechaza la idea de venderla y comenzar con otra, si el precio es adecuado. El «*free-float*» o porcentaje de acciones en manos del público supera el 65% en la mayoría de las empre-



sas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria.

Es importante resaltar la participación relevante de inversores minoristas. Según los últimos datos disponibles, de 2007, representaban el 54% de la base de clientes.

Empresas con un tamaño de entre 10 y 25 millones de libras son las más frecuentes en el mercado AIM, alcanzando en septiembre de 2011 las casi 259 compañías. Un 74% de las empresas son menores de 50 millones de libras y un 57% valen menos de 25 millones. En el otro extremo, un 4% supera los 250 millones de libras. La capitalización total del AIM es de 63.000 millones de libras.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por Euro-next en Francia, que cuenta en septiembre de 2011 con 180 compañías y una capitalización de 5.800 millones de euros.

Ambas experiencias son un buen precedente y un acicate adicional para desarrollar un mercado en España que cubra el segmento empresarial análogo. Algunos elementos de su diseño podrían encajar bien en la mentalidad y las necesidades de empresa e inversores españoles y, en este sentido, se han tenido en cuenta en el diseño del MAB. Como es natural, otras peculiaridades aportan menos ventajas o tienen difícil cabida en la normativa española. En todo caso, el MAB aporta ya una alternativa nacional a las empresas españolas de menor tamaño, que no se verán obligadas a buscar una cotización internacional por falta de un mercado adecuado en su propio país.

## 2. EL MAB: UN MERCADO PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

### 2.1. IMPORTANCIA DEL MAB PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SUS PYMES

No hace falta reiterar aquí la extraordinaria importancia que las PYMES tienen para la economía española. Ya ha sido subrayada en otros artículos de esta misma publicación. Baste afir-

mar que son responsables de dos tercios del PIB y más del 80% del empleo.

Sí conviene quizás insistir en la imperiosa necesidad de ofrecer a las PYMES un acceso eficiente y justo a un abanico más amplio de financiación, que complete la del crédito bancario. El apoyo de las autoridades en España y también en el resto de Europa se ha enfocado hasta ahora en el crédito. La gran mayoría de los programas financieros públicos se centran en instrumentos crediticios, propiciando un mayor flujo de crédito a través de un complemento público de los préstamos bancarios disponibles, subvencionando los tipos de éstos u ofreciendo garantías y avales varios para facilitar su puesta a disposición. Una parte pequeña de la financiación de las PYMES se obtiene a través de otras fórmulas: «*business angels*», capital semilla, capital riesgo y, en menor medida, ampliaciones de capital a través del mercado, principal o alternativo.

Mientras no ampliemos sustancialmente este tipo de financiación a través de mercados continuaremos sufriendo una situación de estrangulamiento como la actual. La última encuesta ICO-Cámaras sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena (tercer trimestre 2011) señala que el 88% de las PYMES que se ha dirigido a las entidades financieras ha tenido problemas para acceder a la financiación. Se ha reducido el volumen para un 36%, se ha incrementado el coste para un 69% y se han aumentado garantías y avales en un 80% de los casos. Un 13% de las empresas simplemente no ha conseguido financiación. Mientras tanto, apenas un 5% de las empresas encuestadas ha utilizado instrumentos alternativos, como el capital riesgo o préstamos participativos.

Estas fórmulas no bancarias son complementarias con el crédito y suelen aplicarse sucesivamente a medida que la empresa madura, si bien pueden competir entre sí, sobre todo en las etapas intermedias. El capital riesgo ayuda a las compañías en una etapa temprana a alcanzar la madurez necesaria para acceder al mercado de valores, lo que supone una fórmula de «salida» del accionista capital riesgo y facilita volver a ini-



ciar el ciclo de inversión en otra empresa. Sin embargo, los fondos de capital riesgo a menudo se interesan también en compañías que podrían considerar acceder al mercado directamente. Este hecho debería ser tenido en cuenta a la hora de aprobar políticas de apoyo público al capital riesgo, específicamente en esta etapa o seguimiento intermedio, en el que las compañías alcanzan ciertos tamaños que son perfectamente objeto de cotización.

## **2.2. RAZONES POR LAS QUE LAS EMPRESAS SE APROXIMAN AL MERCADO**

Las ventajas que ofrecen los mercados alternativos a las empresas pequeñas son, en esencia, muy parecidas a las de estar en Bolsa. Así, cotizar en el MAB significa en primer lugar tener una fuente de financiación para apalancar o aumentar los recursos propios, así como para crecer o adquirir otras compañías, en definitiva, para ser más competitivo.

En un entorno empresarial cada día más competitivo, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos. La financiación a través de recursos propios es, por tanto, imprescindible para aportar a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero.

La vía más eficiente para conseguir este tipo de financiación es el mercado de valores. Las empresas que coticen en el MAB pueden obtener, en el momento más adecuado, esta financiación a través de ampliaciones de capital, en condiciones muy favorables. Ya hemos hablado en el apartado primero de la necesidad apremiante de complementar el crédito bancario con este tipo de financiación. En el siguiente apartado veremos cómo las empresas que se han incorporado al MAB lo consiguen.

Las empresas cotizadas tienen además la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Esta fórmula ha sido utilizada intensivamente por las grandes empresas cotizadas en bolsa. De hecho, la bolsa española ha encabezado la aportación financiera a empresas en Europa durante varios años en la última década: concretamente en 1999, 2000 y 2007. Y este 2011 puede volver a hacerlo.

Adicionalmente, el MAB proporciona una valoración, da respuesta a la pregunta de cuánto vale una compañía, pone en valor el negocio en sí y sus expectativas, lo que resulta muy conveniente para acceder a otro conjunto de ventajas, como resolver, si se presentan, determinadas incidencias con los propios accionistas o poder aportar credenciales solventes ante otras fuentes de financiación. El precio que alcanzan las acciones de una compañía cotizada no sólo es representativo del acuerdo entre oferta y demanda en el mercado; se convierte también en referencia obligada para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

En tercer lugar, estar en un mercado aporta a la empresa solvencia, transparencia y prestigio. Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores, sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Las consecuencias son, por tanto, relevantes: refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores, clientes, bancos, etc.

Es un medio eficaz de incrementar su notoriedad frente a clientes e interlocutores financieros, además de un medio de obtener financiación. El interés de los analistas profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas conlleva una presencia en los medios superior al resto de empresas, sobre todo en prensa financiera. Esta presencia en medios de comunicación que se enmarca en las relaciones externas de la compañía, comple-



menta con gran eficiencia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales.

Especialmente en el caso de las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado, el mercado contribuye a aumentar el grado de difusión de la marca. La publicidad, contratada o espontánea, que acompaña a una salida al mercado ha tenido incluso un efecto directo en el incremento de ventas de diversas compañías.

Es decir, la imagen de la empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su eco en los medios de comunicación. Esta visibilidad aporta muchos beneficios intangibles a la compañía. En la expansión internacional y en las relaciones con las administraciones públicas o con grandes multinacionales cotizar puede ser especialmente valioso.

Si hablamos de notoriedad o de imagen de marca, la repercusión en los medios de todas las empresas incorporadas al MAB ha sido muy notable. Desde la primera compañía incorporada al MAB, Zinkia, en julio de 2009, con repercusión incluso en medios extranjeros hasta la última, en julio de 2011, el grupo Secuoya. La atención que reciben las compañías por parte de los inversores, a través de su presencia en los medios de comunicación es muy valiosa, y no solo en términos de atraer nuevos accionistas sino por lo que representa de reconocimiento, de marca. Es evidente que en algún caso hay un círculo virtuoso en la medida en que ya son compañías que tienen algo de marca o tienen un producto muy reconocible. Pero todas, en una u otra medida disfrutaban de este beneficio.

Por último, aunque las ventajas no se agotan en ésta, debemos reconocer que la cotización permite ofrecer a los accionistas una liquidez que de otro modo no tendrían. Es decir una fórmula de desinversión de un accionista relevante no sólo refuerza el atractivo de su inversión sino que, en ocasiones, puede ser una buena fórmula para atajar un conflicto entre accionistas o para permitir la continuidad de un negocio familiar; cuando algunos miembros de la familia no desean permanecer en el accionariado.

Se ha criticado mucho la falta de liquidez de los mercados de valores especializados en PYMES. Algunas veces por simple ignorancia y otras por un mal manejo de expectativas. No debe confundirse la capacidad de encontrar contrapartidas para grandes paquetes, a través de una colocación privada o pública, con el volumen diario que en el mercado puede alcanzar uno de estos pequeños valores. La limitación de este último no impide que se diseñe una buena operación para vender un bloque.

### **2.3. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB): DEFINICIÓN, CONDICIONES DE ACCESO E INFORMACIÓN PÚBLICA**

El MAB no es la bolsa tradicional. Es más bien una bolsa paralela a la bolsa. Al amparo de la última regulación de directivas comunitarias, se denomina Sistema Multilateral de Negociación (SMN). Es un mercado que está promovido y organizado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La regulación del MAB no es la que se aplica tradicionalmente a las compañías que cotizan en Bolsa. Esto ocurre tanto en España como en otros países. Por lo tanto, no está pensado para empresas muy grandes con grandes estructuras y equipos donde el tamaño permite dedicar grandes recursos a satisfacer abundantes exigencias regulatorias. Está pensado para empresas más pequeñas.

Las empresas grandes que cotizan en la Bolsa en la actualidad han aprovechado muy bien la financiación aportada por el mercado. Hace diez o quince años, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Santander, BBVA, etc., no tenían ni de lejos la dimensión actual: hoy son auténticas multinacionales y su despegue internacional se ha fundamentado, en buena medida, en la capacidad que la Bolsa les ha dado para, a través de ampliaciones de capital, ir expandiéndose y comprar otras compañías. En algunos casos a través de intercambio de títulos y en otros directamente obteniendo dinero en efectivo y comprando con él



otras empresas. Esto no podrían haberlo hecho sin tener la Bolsa a su lado.

En España hay unas 150 compañías cotizando en Bolsa, no financieras. En Turquía hay 300, en Francia unas 500. Para el tamaño de nuestra economía, estamos bien posicionados en términos de grandes compañías, no hay muchas compañías grandes que no coticen en Bolsa. Sin embargo, no hay casi ninguna compañía pequeña cotizada en Bolsa. Este es el foco del MAB.

Por lo tanto, el objetivo es el de empresas de capitalización reducida, empresas pequeñas en términos de su valoración de mercado bursátil, pero empresas fundamentales en términos de aportación a nuestro PIB. En todo caso, son empresas de capitalización pequeña que quieren expandirse, quieren crecer, bien a través de nuevos productos, nuevas líneas de negocios, nuevos servicios o expansión geográfica internacional. La regulación de este mercado ha sido diseñada específicamente para ellas. Los costes y los procesos que apareja la cotización en el mercado también están adaptados a esas características.

El MAB, en principio, está centrado en empresas españolas, ya que estos mercados alternativos se caracterizan por ser mercados muy domésticos. Está abierto a otros valores de la UE, por supuesto, y de Latinoamérica, pero el objetivo, por lo menos en el corto y medio plazo, son las empresas españolas.

Básicamente, los inversores que acuden, sobre todo en las ofertas iniciales, son inversores institucionales pero es un mercado que está totalmente abierto para cualquier tipo de inversor. Es decir, pueden operar inversores particulares, entrar y salir sin ningún inconveniente. También el régimen de información y de contratación está específicamente diseñado para este tipo de empresas.

En definitiva, el MAB se caracteriza por ser:

- Un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), al margen, en paralelo a la Bolsa.
- Promovido por BME y supervisado por la CNMV.

- Para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica.
- Para inversores institucionales y particulares.
- Que proporciona financiación, visibilidad y valoración.
- Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.

Las compañías que soliciten su incorporación al MAB deberán ser sociedades anónimas que estén comercializando productos o servicios y que cumplan los siguientes requisitos:

- Cuentas auditadas, bien en el estándar contable nacional, bien en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o *US GAAP*. Suponemos que el uso de las NIIF se irá generalizando sobre todo entre empresas que persigan tener entre sus accionistas a inversores internacionales.
- Contar con una parte de su capital en manos de accionistas minoritarios, cuyo valor estimado supere los dos millones de euros. Esta mínima difusión previa, caso de no contarse con ella antes de cotizar en el MAB, podrá alcanzarse mediante una oferta de venta o suscripción simultánea a la incorporación. No hay, pues, un tamaño mínimo, sino una difusión mínima.
- Designar, con carácter permanente, un Asesor Registrado: que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- Designar un proveedor de liquidez: suscribir un contrato con un proveedor de liquidez que facilite la negociación. Luego desarrollaremos más estas dos nuevas figuras.

En el momento de su incorporación al mercado y dependiendo de las características de la colocación (OPV, OPS, oferta privada, etc.) es



necesario facilitar una documentación informativa inicial que permita a los inversores formarse un juicio correcto de la situación financiera y jurídica de la compañía, de sus estrategias y perspectivas.

Para ello deberá acompañar un documento Informativo de Incorporación, cuya estructura y contenido es similar a la del Folleto Informativo que en una salida a Bolsa estándar debe quedar registrado en la CNMV e incorpora, en su caso, un cuadro de previsiones de negocio del ejercicio actual y el siguiente.

Se ha hecho un esfuerzo especial para simplificar o incluso eliminar aquellos conceptos que, aplicados a una gran compañía, tienen cierta justificación, pero que en el caso de empresas de tamaño reducido, pierden su significado y se convierten en un obstáculo burocrático.

Recibida la solicitud, el MAB evaluará los requisitos exigidos y decidirá, en su caso, su tramitación e incorporación.

Con independencia de los anteriores requisitos formales las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán asumir un nivel de transparencia adecuado; nivel que va a implicar un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación, a través de diferentes mecanismos. No se trata sólo de cumplir las normas establecidas, sino de actuar siempre pensando en los accionistas que ahora van a acompañar a la empresa y que merecen el máximo respeto y atención.

Como se puede ver, el procedimiento y la forma de incorporar las empresas al mercado es similar al proceso habitual que se sigue en la Bolsa; cambian los actores y también los agentes ante quienes hay que sustanciar los expedientes, pues no hay que olvidar que estamos hablando de un mercado más autorregulado, por lo tanto la intervención de la CNMV aparece más en un segundo plano.

Con carácter periódico la compañía tendrá que facilitar al mercado información financiera y contable. Cada semestre remitirá los Estados financieros no auditados, y en su caso, las previ-

siones de negocio y grado de cumplimiento y con carácter anual, los estados financieros auditados.

Adicionalmente, la compañía deberá comunicar de inmediato los hechos relevantes que se produzcan, es decir, aquellas circunstancias o acontecimientos que puedan afectar al precio de la compañía. En este punto es muy importante la labor de orientación y la sensibilidad que aportará el Asesor Registrado, que ayudará a la empresa a distinguir qué hechos deben considerarse relevantes y cuándo comunicarlos.

Todas las informaciones exigibles a la compañía, previa comprobación del Asesor Registrado, deberán remitirse al MAB y publicarse en la página web de la empresa para su mejor difusión. También el MAB las difundirá a través de su página en internet.

Algunas particularidades que establece la normativa del MAB y que le diferencian respecto a la Bolsa son referentes a la necesaria comunicación de participaciones significativas, siempre que superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos. En el caso de administradores y directivos las operaciones que deben cumplimentarse y comunicar a la Bolsa se refieren al porcentaje 1% del capital social y múltiplos. Lo mismo ocurre con los pactos parasociales, cualquier pacto que pueda restringir la transmisibilidad de acciones hay que comunicarlo.

#### **2.4. FUNCIONAMIENTO Y ACTORES PRINCIPALES DEL MAB**

El funcionamiento del mercado, una vez la empresa ha superado la fase inicial de incorporación, se basa en la experiencia acumulada por Bolsas y Mercados Españoles (BME) en su gestión de la contratación de los valores más pequeños y menos líquidos. Se ha añadido también una figura, novedosa en el mercado español pero muy asentada en el británico, que hemos denominado Asesor Registrado. Y se ha completado con otra figura que refuerza el sistema de contratación, denominada Proveedor de Liquidez y que había sido ensayada en otros ámbitos del merca-



do español cuyos valores adolecían de falta de liquidez.

Respecto al modelo de contratación, las compañías utilizan la plataforma SIBE, la misma plataforma de contratación electrónica que utilizan las empresas cotizadas en Bolsa. Con la excepción de que, con carácter general en lugar de contratar en modalidad «*open*», desde las nueve de la mañana hasta las cinco y media de la tarde, contratan en «*fixing*». Eso significa que se concentran todas las órdenes en dos subastas electrónicas en dos momentos del día, en concreto a las doce de la mañana y a las cuatro de la tarde.

Se ha discutido mucho sobre la relación entre liquidez y sistema de contratación. Algunos inversores critican el sistema «*fixing*» porque limita la posibilidad de negociar a dos momentos en cada sesión y en su opinión reduce el atractivo de los valores al impedir operaciones «intradía» y frenar la capacidad de reacción a noticias puntuales. Otros reconocen que resulta imposible mantener la atención durante una sesión continua de ocho horas cuando apenas se cruzan tres o cuatro operaciones en un valor, en el mejor de los casos. Por eso el MAB ha definido un procedimiento que permite pasar de «*fixing*» a contratación continua cuando el valor presenta mayores posibilidades de liquidez, a criterio de la Comisión de Supervisión, órgano que controla la contratación en el mercado.

A partir de ahí, todo el «*back office*», liquidación y compensación, es igual que el resto de valores cotizados en Bolsa. Por lo tanto, no exige de parte del inversor o de la entidad financiera que realiza la orden o que custodia los títulos del inversor ningún desarrollo específico o diferente que para comprar y vender acciones en la Bolsa. Operativamente es muy fácil. Los mismos procedimientos que se aplican a las operaciones de Bolsa también se aplican aquí.

Unas figuras nuevas, no requeridas en Bolsa, y esenciales en el MAB son el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. Estas dos figuras lo que hacen es responder las dos principales preguntas que a este tipo de mercado se han hecho tradicionalmente: la transparencia y la liquidez.

¿Son realmente las informaciones que se piden suficientes? ¿Cómo podemos hacer para que las empresas que se acercan a este mercado puedan ofrecer siempre puntualmente la información que necesitan sus accionistas? Con la figura del Asesor Registrado, existente también en otros mercados alternativos, se quiere ayudar a cumplir con la transparencia del mercado. En cuanto a la liquidez, las compañías que acuden al MAB son pequeñas, no puede tener la misma liquidez Zinkia que Telefónica. Sin embargo, se obliga a la compañía a que nombre un Proveedor de Liquidez, que es un intermediario financiero al que la propia compañía le aporta dinero y títulos para que pueda dar contrapartida. Evidentemente, si alguien quiere comprar un millón de euros en Telefónica lo hará inmediatamente, y si alguien quiere comprar un millón de euros en Zinkia resultará muy difícil, porque estaría comprando el 10% de lo que colocó la compañía en el mercado.

Como hemos mencionado antes, al igual que en otros mercados específicos para empresas en expansión se ha introducido una figura que será clave en el desarrollo y buen funcionamiento del mercado que llamaremos «Asesor Registrado».

La nueva figura para ayudar a las empresas a cotizar, sin que ello les suponga un lastre o una distracción del verdadero objetivo de sus negocios, es este Asesor Registrado.

Se trata de un elemento que, en buena medida, avalará con su reputación y prestigio la presentación en el mercado de empresas poco conocidas, de modo que cuanto más confíe el mercado en el Asesor Registrado más seguridad tendrá respecto a las nuevas compañías. Su función principal, previo a su incorporación al mercado, será ayudar a sus clientes a cumplimentar los requisitos de incorporación y las exigencias de transparencia derivadas de la normativa de información; se ocupará de que las compañías entiendan qué deben explicar al mercado y, en consecuencia, lo hagan. Sus responsabilidades, una vez incorporadas las empresas al mercado, son ayudarlas a que cumplan los requisitos de información y comprobar que las informaciones suminis-



tradas por las empresas se ciñen a la normativa, estableciendo los procedimientos de supervisión internos pertinentes.

En definitiva, es un asesor especializado, intermediario entre la empresa y el mercado, que se encarga de valorar la idoneidad de las empresas antes de su incorporación y las asiste cuando están cotizando en el cumplimiento de las obligaciones y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida en cada momento.

La actuación como Asesores Registrados exige la previa inscripción en el Registro de Asesores Registrados del Mercado, que es público y accesible a través de la página web. Las entidades interesadas en adquirir esta condición deben solicitarlo al MAB, que analizará la experiencia, los medios y la independencia de las firmas candidatas, antes de registrarlas. En este momento, a septiembre de 2011, el MAB cuenta con 31 Asesores Registrados inscritos. La lista y sus contactos están a disposición del público en la página web del MAB ([www.bolsasymercados.es/mab](http://www.bolsasymercados.es/mab)).

El otro aspecto novedoso de este mercado alternativo desde el punto de vista normativo es el que afecta a la liquidez, aunque no conviene perder de vista, respecto a los valores que cotizan en las bolsas tradicionales, el hecho diferencial de que las empresas de pequeña capitalización no se caracterizan por poder ofrecer a los inversores una liquidez abundante.

Para paliar esta circunstancia, estas empresas deberán designar un «proveedor de liquidez», que es un intermediario que ayude a buscar la contrapartida necesaria para que la formación del precio de sus acciones sea lo más eficiente posible. Para operaciones grandes no podrá ofrecer una solución inmediata aunque hará las gestiones de búsqueda lo mejor posible. Para operaciones más modestas, su misión es comprar o vender cuando no haya otras órdenes en el mercado. La normativa le exige posicionarse a la compra y a la venta con un importe mínimo equivalente a 5.000 euros y mantener una horquilla máxima (diferencia entre precios de compra y venta) del 5%.

Desde el punto de vista del fomento de la liquidez, el propio mercado contará con la plataforma SIBE para fijar los precios sobre la base de dos «*fixings*» o mecanismos electrónicos de subasta diarios. El primero de los cuales podrá variar hasta un 10% sobre el precio de cierre del día anterior y el segundo otro 10% respecto del precio de cierre fijado en el primer «*fixing*», lo que amplía la horquilla de precios en relación a la máxima variación permitida en el mercado bursátil tradicional.

Como hemos avanzado anteriormente, si una empresa tiene capacidad, tamaño y capital flotante en manos del público suficiente podría contratar sus valores por un procedimiento más abierto, en el mercado abierto, con un horario extendido, de modo análogo a otros valores que tienen mayor liquidez en la Bolsa tradicional. A septiembre de 2011, siete entidades financieras, sociedades o agencias de valores actúan como proveedores de liquidez en el MAB.

En resumen, se ha trabajado para ofrecer una adecuada proporción entre transparencia y flexibilidad, lo que unido a un entorno de contratación atractivo para los potenciales inversores, puede aportar a las empresas las importantes ventajas que conlleva cotizar en un mercado. A la vez, todo ello supondrá un compromiso permanente con sus accionistas y una disciplina que transforma el funcionamiento cotidiano de la empresa.

### 3. EXPERIENCIA DEL MAB

#### 3.1. OPERACIONES INICIALES Y AMPLIACIONES POSTERIORES

La corta experiencia del mercado, poco más de dos años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que con el MAB se dispone de una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mercado de valores español, también para las PYMES en expansión. De este modo, en un período muy complicado para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz,





para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

El MAB inició su andadura en julio de 2009 con la incorporación de la primera compañía (Zinkia) y en la actualidad cuenta con 17 compa-

ñas de distinta dimensión y sectores de actividad. El cuadro que se acompaña recoge el detalle de las compañías con su capitalización, sector de actividad y recursos obtenidos en ampliaciones de capital coincidentes con la salida al MAB.

CUADRO 1.

Empresa	Capital Obtenido (Millones €)	Capitalización (Millones €) A fecha de incorporación	Sector / Actividad	Fecha de incorporación
ZINKIA ENTERTAINMENT	7	48	Proyectos audiovisuales y videojuegos	15/07/2009
IMAGINARIUM	12	75	Juegos y productos para la infancia	01/12/2009
LET'S GOWEX	6	40	Telecomunicaciones	12/03/2010
MEDCOMTECH	9	30	Comercialización productos cirugía ortopédica y traumatológica	25/03/2010
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA	3,7	28	Medio de comunicación	07/06/2010
BODACLICK	10	45	Venta de espacios publicitarios	30/06/2010
NEURON BIOPHARMA	2,5	18	Biotechnológica	01/07/2010
AB-BIOTICS	3,5	13	Biotechnológica	20/07/2010
GRUPO NOSTRUM	4,4	18	Publicidad y marketing	10/11/2010
ALTIA CONSULTORES	2,5	19	Consultoría informática y soluciones TIC	01/12/2010
EURONA WIRELESS TELECOM	-	10	Telecomunicaciones	15/12/2010
COMMCENTER	2,2	19	Comercialización telefonía	30/12/2010
EUROESPES	-	16	Biomédica	16/02/2011
CATENON	5	48	Búsqueda de profesionales	06/06/2011
LUMAR NATURAL SEAFODD	2,2	9	Elaboración y comercialización de productos del mar	06/07/2011
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACIÓN	2	31	Grupo de comunicación	28/07/2011
GRIÑÓ ECOLÒGIC	4,2	70	Gestión y tratamiento de residuos	29/07/2011
TOTAL	76,2	536		

Se puede observar que el tamaño varía considerablemente desde los 70/75 millones de euros de Imaginarium y Griñó, hasta los 9/10 millones de Lumar y Eureka. También es muy amplio el abanico de los recursos obtenidos en la salida, desde los 10/12 millones de euros de Bodaclick e Imaginarium, hasta los 2/3 millones de Secuoya, Commcenter, Lumar, Altia y Neuron. Además, dos compañías, Eureka y Euroespes, optaron por acceder al MAB por el procedimiento de «*listing*», es decir sin solicitar recursos en el momento de la incorporación.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, se observa también una considerable variedad, ya que el MAB está abierto a todos los sectores,

desde los más tradicionales a los más innovadores y punteros tecnológicamente. En todo caso, conviene señalar que la experiencia acumulada pone de manifiesto que con el MAB se ha dado entrada a esta vía de financiación a compañías de sectores que, por sus características, estaban poco o nada representados en el mercado bursátil, lo cual además de suponer un elemento de potencial desarrollo del MAB, contribuye a ampliar, mediante la diversificación sectorial, la gama de posibilidades de los inversores actuales y potenciales.

El conjunto de compañías negociadas en el MAB han obtenido con su salida al mercado algo más de 76 millones de euros que, para una valo-



ración al precio de salida del orden de los 536 millones de euros, supone algo más del 14% de esa valoración, aunque también aquí con notables diferencias, entre un 6% (Griñó y Secuoya) y el 30% de Medcomtech. En todo caso, esos porcentajes (*free-float*) ponen de relieve que el a menudo repetido temor a la pérdida de control por parte de los accionistas fundadores, de referencia o familiares, no tiene porqué suponer un obstáculo para acceder a esta vía de financiación.

Hasta octubre de 2011, 4 (Gowex, AB-Biotics, Eurona y Negocio) de las 17 empresas negociadas han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de más de 12 millones de euros y que se han venido a sumar a los que se obtuvieron con la salida al MAB y a los que próximamente se sumarán al menos 2 nuevas ampliaciones de capital ya planteadas. Obtención de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales son las finalidades de estas operaciones financieras, que refuerzan y proyectan al futuro el papel del MAB como alternativa de financiación del crecimiento de empresas de reducida capitalización.

### **3.2. VALORACIÓN DE LOS DOS PRIMEROS AÑOS**

Además de la positiva valoración que se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, en términos de número de compañías que han accedido al MAB y volumen de recursos obtenidos, en un periodo de tiempo muy complicado en ese aspecto, el balance de los dos primeros años del Mercado, presenta también otros resultados igualmente positivos, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo.

El primero de ellos tiene que ver con aspectos económicos de la evolución de las compañías incorporadas al MAB en este periodo. Un estudio elaborado por el propio Mercado, evidencia un crecimiento saludable del balance agregado de las compañías, que en un entorno de crisis, no sólo ha presentado incremento de los fondos propios y de las cifras de negocio, así como mejoras en los

resultados de explotación, sino también una gran capacidad de creación de empleo de calidad.

Pero el estudio antes citado, pone de manifiesto, también, a través de la visión de sus protagonistas, que las empresas negociadas en el MAB, no sólo han encontrado financiación y han mejorado en sus aspectos cuantitativos, sino que además, según sus empresarios-directivos, han obtenido otras ventajas cualitativas como consecuencia de su incorporación al MAB y que en este caso tienen que ver con un gran apoyo en su crecimiento económico, una importante ayuda en su internacionalización y a la hora de ser más competitivas. Han adquirido una mayor notoriedad en todos los ámbitos que las rodean, el prestigio de cotizar ha mejorado su posición ante proveedores, incluidos los financieros, con apertura en algunos casos de nuevas fuentes de financiación, clientes, empleados y competidores y un elemento fundamental, han ampliado su base accionarial.

Las contrapartidas para la obtención de esas ventajas, tienen asimismo una valoración positiva y han consistido en una mayor transparencia que aporta rigor en la disciplina de la empresa y, en definitiva, en su cultura corporativa, y en la asunción de los costes que implica la captación de recursos a través de una nueva ventana de financiación.

## **4. ¿CÓMO PUEDE EL MAB SER ÚTIL PARA MÁS EMPRESAS?**

### **4.1. INCENTIVOS FISCALES NECESARIOS PARA LA INVERSIÓN Y AYUDAS A LAS EMPRESAS**

El punto débil de los mercados de valores para PYMES es la escasez de inversores dispuestos a invertir en estas compañías. Su pequeño tamaño conlleva una liquidez muy limitada. Lo que unido a unos recursos dedicados a análisis de estas compañías mucho menores hace que los inversores las perciban como más arriesgadas y sean más reacios a invertir en ellas. En España esta debilidad se une a la falta de experiencia en este tipo de mercados y en general en la finan-

ciación de proyectos emprendedores o de pequeñas empresas en expansión.

En consecuencia, es imprescindible una actuación decidida de las autoridades públicas para impulsar la inversión en el capital de las PYMES, incentivando fiscalmente a aquellos inversores que decidan apostar por estas compañías. El incentivo fiscal es aún más importante en un momento adverso del mercado bursátil como el actual.

El análisis contextualizado del sistema tributario vigente en España y del funcionamiento de nuestros mercados financieros y de valores, así como de la experiencia localizada en Francia (Alternext) y sobre todo Reino Unido (AIM), permite afirmar que la financiación a través del MAB se vería muy favorecida si existiesen incentivos fiscales específicos que fomentasen e impulsasen la inversión en el mismo. Se trata de compartir parte del riesgo de inversión por parte de las Administraciones Públicas con el objetivo de afianzar la consolidación de este mercado novedoso y su asimilación inicial por los inversores tradicionales, teniendo en consideración que dicho mercado está basado en empresas en expansión, diferentes a las compañías que cotizan habitualmente en las bolsas de valores, ya que encierran mayor riesgo y son menos líquidas.

Asimismo, las ayudas económicas directas a las pymes reducen el impacto negativo de los costes en el proceso de incorporación al MAB.

La negociación de las acciones de las empresas en el MAB incorpora una serie de consecuencias diferenciadoras que en ausencia de la misma serían difícilmente alcanzables, y que son apreciadas como razones de interés general y público relacionadas con el fomento del tejido empresarial de PYMES en España, el más numeroso, el más relevante en términos de contribución al PIB y también el más vulnerable. Estas razones pueden resumirse como sigue: (i) El MAB permite una captación más eficiente de recursos propios para las empresas e incorpora interesantes alternativas a la financiación bancaria o tradicional; (ii) Además este mercado genera vías de crecimiento para las empresas familiares ya establecidas y por consiguiente impulsa el lanzamiento y el desarrollo

de nuevos proyectos empresariales; (iii) El MAB asimismo favorece la entrada de nuevos inversores y la apertura accionarial de las empresas; (iv) Otorga liquidez a los accionistas de las empresas e incorpora una referencia objetiva de valor para las mismas; (v) Permite instrumentar en las empresas sistemas de retribución a sus empleados basados en acciones cotizadas en mercados organizados, actualmente privilegio exclusivo de las compañías que negocian en los mercados secundarios oficiales, y (vi) el MAB aporta visibilidad de la empresa en el mercado inversor español y enriquece la cultura corporativa.

Se considera que la incidencia de los beneficios fiscales asociados al MAB en cuanto a su coste recaudatorio sería muy pequeña, teniendo en cuenta el volumen previsible de este nuevo mercado al menos en sus primeros años de existencia. Paralelamente a esta realidad, en cambio, las medidas tendrían unas altas dosis de popularidad y de visibilidad, que favorecerían la eficacia de las mismas. Todo ello habilita la incorporación de nuevos beneficios fiscales para el MAB incluso en períodos de desaceleración económica y de necesidad de recursos tributarios por la Administración.

Los potenciales incentivos fiscales que, en nuestra opinión, deben implantarse con carácter nacional son:

- a) Inversores personas físicas:
  - Una fuerte deducción (idealmente el 25-30% de la cantidad invertida) en la cuota íntegra del IRPF para inversiones en las ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB, directamente o, mejor aún, a través de fondos especializados.
  - Diferimiento de las plusvalías si se reinvierte en compañías MAB.
- b) Inversores personas jurídicas:
  - Asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de dividendos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades.



- Deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.
- Exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de 1 año.

Algunas Comunidades Autónomas han comprendido la importancia de que sus empresas cuenten con esta fuente de financiación y han publicado medidas fiscales incentivadoras para los inversores residentes en sus territorios. A pesar de que su alcance se limita a empresas y ahorradores situados sólo en los territorios correspondientes es, sin duda, un paso en la dirección correcta. Una decisión similar desde la Hacienda Estatal sigue siendo imprescindible.

La situación actual tanto por lo que se refiere a ayudas económicas como a incentivos fiscales, se recoge sintéticamente a continuación.

#### **A) INCENTIVOS FISCALES A LA INVERSIÓN EN EMPRESAS NEGOCIADAS EN EL MAB**

##### **GENERALITAT DE CATALUÑA**

Con efecto desde el 1 de enero de 2010, en la parte de la cuota íntegra del Impuesto sobre la renta de las personas físicas correspondiente a la comunidad autónoma, los contribuyentes puede aplicarse una deducción del 20% de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil.

El importe máximo de esta deducción es de 10.000 euros.

Para poder aplicar la deducción deben cumplirse los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.

- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio un período de dos años, como mínimo.
- La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio social y fiscal en Cataluña.
- Texto Completo (DOGC 31 de diciembre de 2009).

##### **COMUNIDAD DE ARAGÓN**

Se ha establecido una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB. (Ley 12/2010, de 29 de diciembre, de Medidas Tributarias de la Comunidad Autónoma de Aragón).

Texto Completo (BOA 31 de Diciembre de 2010).

##### **COMUNIDAD DE GALICIA**

Se ha establecido una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (Ley 12/2011, de 26 de diciembre, de Medidas Fiscales y Administrativas).

Texto Completo (Diario Oficial de Galicia 30 de Diciembre de 2011).

##### **COMUNIDAD DE MADRID**

Se prorrogan las deducciones por inversiones realizadas en entidades cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil durante el año 2011 (Ley 9/2010, de 23 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y Racionalización del sector Público).

El desarrollo de la Ley 9/2010 se recoge en el artículo 17 del Decreto Legislativo 1/2010, de 21



de Octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones legales de la Comunidad de Madrid en materia de tributos cedidos por el Estado.

Texto Completo (BOCM 23 de julio de 2010).

## **B) AYUDAS ECONÓMICAS A EMPRESAS PARA SU INCORPORACIÓN AL MAB**

### **MINISTERIO DE INDUSTRIA-EMPRESA NACIONAL DE INNOVACIÓN, SA (ENISA)**

La Empresa Nacional de Innovación, SA (ENISA), concederá préstamos para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil.

El importe máximo del préstamo será de 1,5 millones de euros, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés del 0%.

La participación de ENISA se canaliza a través de una línea de financiación de apoyo financiero para la salida de PYME al MAB.

### **COMUNIDAD DE GALICIA**

El Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), adscrito a la Consellería de Economía e Industria, apoya a las empresas regionales que quieran incorporarse al MAB a través de una línea específica que asesora y orienta a todas las empresas interesadas.

En el caso de ser aprobados, los proyectos definidos contarán con una subvención a fondo perdido del 50% de los gastos de consultoría o asistencia técnica aprobados por el IGAPE, dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su solicitud.

La subvención a fondo perdido podrá concederse para:

1. Sondeo pre-valoración: evaluación de las condiciones de partida de la empresa que permitan decidir si cumple las condicio-

nes mínimas para estudiar el inicio del proceso. Con un límite máximo de 10.000 €.

2. Estudio en profundidad y preparación de acceso definitivo: ejercicio previo a la colocación de los títulos en el mercado, valoración y confección de la documentación precisa para CNMV y MAB. Este documento debe estar realizado por un Asesor Registrado o por terceros independientes con la aceptación de un Asesor Registrado. Límite máximo de 50.000 €.

Textos Completos (Diario Oficial de Galicia, 24 de mayo de 2010 y 10 de enero de 2011).

### **COMUNIDAD DE MURCIA**

El Instituto de Fomento de la Región de Murcia ha publicado el programa de ayuda a la adaptación (análisis empresarial y tramitación) de la empresa para el acceso al Mercado Alternativo Bursátil. La cuantía de ayuda máxima se expresa en los siguientes términos:

- Subvención a fondo perdido de hasta un 45%.
- Para sondeo inicial de las condiciones mínimas de partida, hasta 7.000 euros.
- Para la preparación de acceso definitivo al MAB, hasta 70.000 euros.
- Para la presentación a inversores y colocación en el MAB, hasta 6.000 euros.

(Texto Completo BORM 21 de marzo de 2011).

## **4.2. UNIVERSO POTENCIAL DE EMPRESAS**

El desarrollo y puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en expansión, adaptado a las necesidades del tejido empresarial español, requería previamente una exhaustiva radiografía del mismo que permitiese extraer conclusiones válidas y plenamente justificadas cerca de la delimitación de las carac-

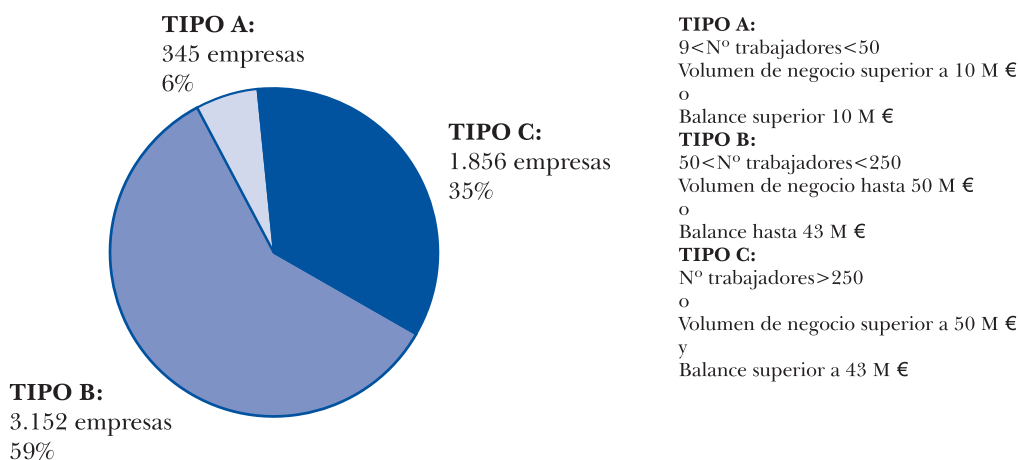


terísticas y condiciones de acceso de las empresas que serían candidatas a cotizar en el MAB.

Por esa razón, Bolsas y Mercados Españoles (BME) se puso en contacto con la Universidad de Alcalá de Henares para encargarle la realización de un estudio. Utilizando la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), una vez comprobada su adecuada representatividad como base de información contable y financiera de empresas respecto a la estructura empresarial española proporcionada por el Directorio Central de Empresas (DIRCE), fuente oficial del INE, las conclusiones principales de este estudio se presentan a continuación.

Se identificaron individual, regional y sectorialmente 5.353 empresas no participadas por otras españolas que coticen en Bolsa o por empresas extranjeras, o participadas en un porcentaje inferior al 50%, que no pertenecen al sector financiero y de seguros, que no cotizan en bolsa y que siendo de tamaño mediano o grande, o pequeño con características extraordinarias, tenían unos fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros, lo que les permitiría disponer de un capital flotante mínimo para su cotización en el Mercado. Los gráficos que se acompañan presentan la distribución de ese colectivo seleccionado, por tamaños, Comunidades Autónomas y sectores.

**GRÁFICO 5. 5.353 EMPRESAS DISTRIBUCIÓN POR TAMAÑO (\*)**



(\*) Criterios adaptados a los definidos por la CE a partir de 2005, elaborados en base al número de trabajadores, al volumen de negocio y al balance general.

Para esos grupos se calcularon también algunos estadísticos que permiten caracterizarlos según su financiación, volumen de inversión, actividad, eficiencia económica y eficiencia financiera. Estos estadísticos ofrecen la posibilidad de un mayor acotamiento en los grupos en orden de identificar las empresas de alto potencial de crecimiento con mayores posibilidades de salir a cotizar. Del trabajo realizado se puede extraer la

conclusión de que existe un número importante, algo más de cinco mil empresas, de diversas dimensiones y con una cifra de recursos propios mínimos suficiente, que podrían ser candidatas para su incorporación a cotización en un mercado de valores.

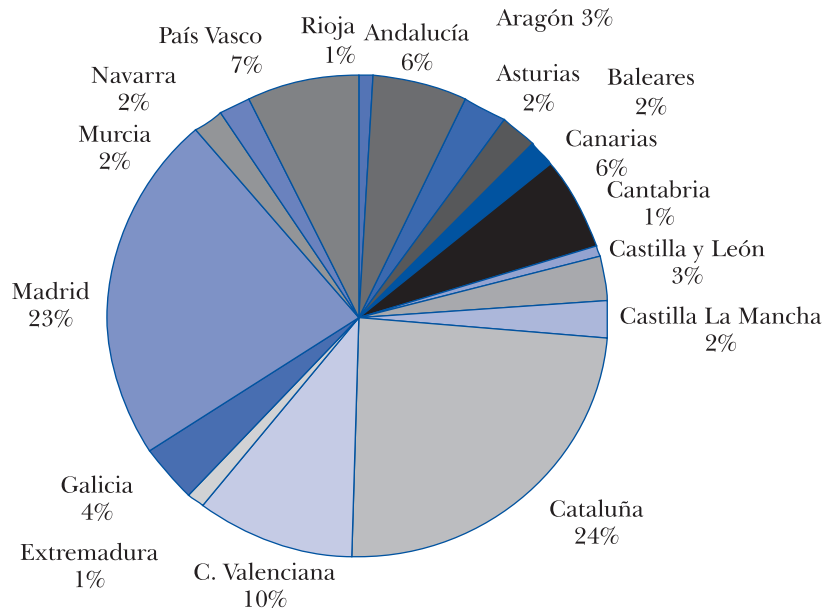
Posteriormente y una vez arrancado el MAB, han ido apareciendo otros estudios realizados por distintas entidades e instituciones, algunos de los



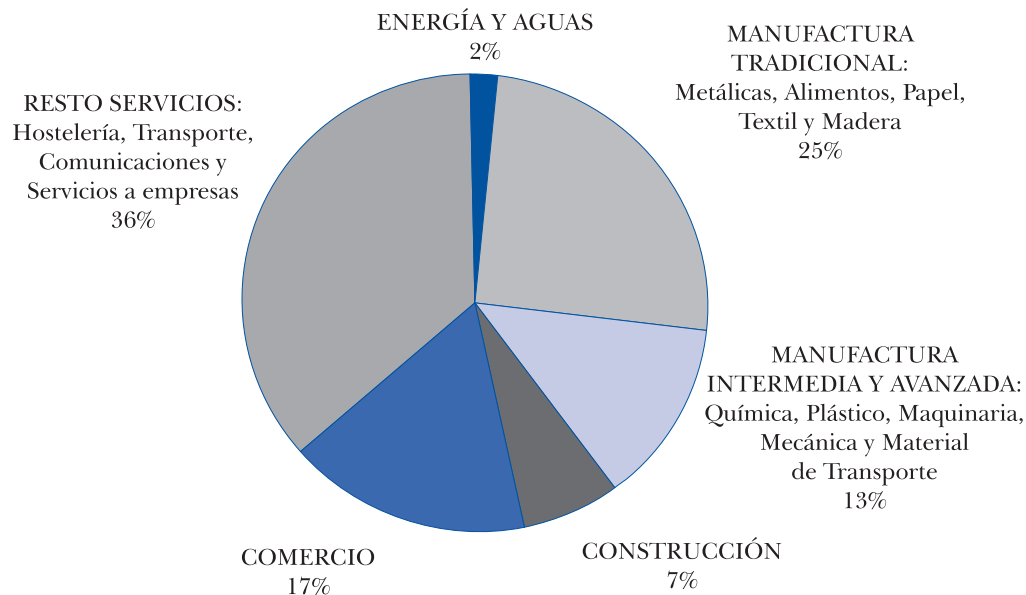
cuales se recogen en la bibliografía correspondiente a este capítulo, en su mayoría no tanto enfocados a cuantificar los universos potenciales de empresas como a analizar, en base a encuestas con

determinados segmentos empresariales, aspectos tales como la tipología de empresas candidatas al MAB, las ventajas e inconvenientes que presenta la cotización, el grado de conocimiento del MAB, etc.

**GRÁFICO 6. DISTRIBUCIÓN POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS**



**GRÁFICO 7. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES**





A modo de apretado resumen, las conclusiones que, en relación con el MAB, pueden extraerse de dichos estudios son:

- a) El conocimiento del MAB es aún relativo (entre 35/50% de las empresas, según la encuesta).
- b) Las empresas vinculadas a sectores innovadores son las candidatas más proclives a su incorporación al MAB.
- c) El principal objetivo de la incorporación de las empresas al MAB es la consecución de fondos para financiar el crecimiento.
- d) La posible pérdida del control de la empresa por parte de los fundadores/familias es el principal inconveniente de la incorporación al MAB.
- e) Las ayudas públicas para la incorporación de las empresas y los incentivos fiscales para los inversores en el MAB son muy relevantes y necesarios.
- f) El análisis e información continuados de las empresas del MAB se considera fundamental para atraer inversores y por tanto para facilitar la captación de capital.

La primera conclusión pone de manifiesto la necesidad de continuar con la intensa labor de divulgación desarrollada hasta ahora por los gestores del MAB y los demás actores del mismo. La participación de asociaciones empresariales, organizaciones y agrupaciones sectoriales, con el concurso de las distintas administraciones, adquieren un papel relevante para seleccionar y determinar los segmentos de empresas objetivo a que deben dirigirse las actuaciones.

La segunda, tercera y cuarta conclusiones creemos que ya han sido anteriormente analizadas en profundidad, a la luz de la experiencia del MAB.

La quinta conclusión, que el propio Mercado comparte y reclama desde sus inicios ha sido tra-

tada en el anterior apartado, mientras que la última relativa a información y que también comparte el Mercado, ya ha sido, recientemente, impulsada desde el mismo con la puesta en marcha de *InResearch* un servicio de análisis independiente para compañías cotizadas promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

## BIBLIOGRAFÍA

- ARCE, O. LÓPEZ, E y SANJUAN, L. «El acceso de las Pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales». Doc. Trabajo 52 de la CNMV, Nov 2011.
- BELTRÁN, F. (2010). «MAB: un mercado para muchos y también para el capital riesgo» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 184. Madrid, 2010. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/Documento.aspx?id=4098>
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SERVICIO DE ESTUDIOS (2010). «Balance de los mercados 2009: otros mercados y productos gestionados por BME» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 183. Madrid, 2010. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/Documento.aspx?id=4022>
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SERVICIO DE ESTUDIOS (2009). «Balance 2008: otros mercados y productos gestionados por BME» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 179, Madrid, 2009. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2009/02/70-74%20ART-Balance%202008%20\(8\).pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2009/02/70-74%20ART-Balance%202008%20(8).pdf)
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2008). «Características y tipología de empresas en el mercado Alternext». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 178. Madrid, cuarto trimestre 2008. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178\\_ART-Alternext\\_30-31.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_ART-Alternext_30-31.pdf)





- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007). «Un mercado a la medida para las empresas en expansión». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 164. Madrid, mayo 2007. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/12-20%20Cover%202\\_164.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/12-20%20Cover%202_164.pdf)
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2006). «El MAB: un mercado diferente». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 151. Madrid, marzo 2006. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/04/14-27%20Cover%201.pdf>
- CAMPBELL, K. and TABNER, I. (2010). «Do changes in listing status affect firm value?: an analysis of migrations between the Aim and the official list of the London Stock Exchange».
- CANO MARTÍNEZ, D., GARCÍA MORA, A. y GUARDADO RODRÍGUEZ, M. (2008). «MAB: impulso al tejido económico y productivo español». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 178. Madrid, cuarto trimestre 2008. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178\\_ART-MaB%20impulsa\\_18-28.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_ART-MaB%20impulsa_18-28.pdf)
- CANO, D. (2008). «El AIM británico y el Alternnext francés como referencias para el MAB EE español». En *Análisis Financiero Internacional* n. 132. Madrid, 2008.
- CARRO MEANA, D. y VELOSO PEREIRA, P. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión». Colección Pocket Innova, Netbiblo, 2010.
- CASTILLA, M. (2010). «MAB: el Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española». Granada: Universidad de Granada, 2010.
- CASTILLA CUBILLAS, M. (2009). «El coste de la negociación en el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, y los riesgos del arbitraje regulativo». En: *Derecho de los Negocios*, año 20, n. 231. Madrid, 2009.
- CRESPO ESPERT, J.L. y GARCÍA TABUENCA, A. (2007). «Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 164. Madrid, mayo 2007. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/22-27%20Cover%202\\_164.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/22-27%20Cover%202_164.pdf)
- GARCIA STUYCK, M. (2010). «El MAB: oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las Pymes». En: *Revista Española de Capital Riesgo* n 1. Madrid, 2010.
- GIRALT SERRA, A. (2006). «MAB: Mercado Alternativo Bursátil: un mercado para valores que requieren un tratamiento singularizado». En: *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n. 18. 2006.
- MARIÑO GARRIDO, T. (2010). «Los mercados alternativos bursátiles como motores de dinamización empresarial». En: *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LXV, n. 199. Madrid, abril 2010.
- MARIÑO GARRIDO, T. (2009). «Alternnext, un espejo para el MAB: el caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa» En: *Análisis Financiero*, n. 110-111, segundo y tercer cuatrimestre 2009.
- MARIÑO GARRIDO, T. y ESCUDERO PRADO, E. (2009). «Las empresas de la euroregión: un análisis de su capacidad de acceso al MAB». *Working Paper presentado en el XV Congreso AECA: "Decidir en época de crisis: transparencia y responsabilidad"*. Valladolid, 2009. Disponible en [http://www.aeca.es/pub/on\\_line/comunicaciones\\_xvcongresoaecca/cd/104b.pdf](http://www.aeca.es/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/104b.pdf)
- OLIVARES BLANCO, I. (2008). «El mercado alternativo bursátil: características y diferencias frente al mercado bursátil». En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n. 2. Madrid, 2008.
- PÉREZ LÓPEZ, C. (2009). «La financiación de la pyme en crisis: el papel de las SGR». En *Estrategia Financiera* n. 264. Madrid 2009.
- PÉREZ LÓPEZ, C. y PALACÍN SÁNCHEZ, M<sup>a</sup> J. «¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa?». En: *Estrategia Financiera*, n. 263. Madrid, julio-agosto 2009.



- PRIETO RUIZ, J. (2009). «Calificación fiscal del mercado alternativo bursátil». En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n. 5. Madrid, 2009.
- ROJÍ FERRARI, S. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil para empresas en crecimiento». En *Partida Doble*, n. 221. Madrid, 2010.
- SÁNCHEZ DE LA PEÑA, R. (2008). «Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles». En: *Boletín de la CNMV*, trimestre II. Madrid, 2008.
- SÁNCHEZ GALÁN, J.R. (2008). «El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el mercado de las Pymes». En *Estrategia Financiera* n. 251. Madrid, 2008.
- SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, L. y CARRO MEANO, D. (2009). «El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación». En *Estrategia Financiera* n. 263. Madrid, julio-agosto 2009.
- V.V.A.A. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil: Alternativa para empresas en crecimiento». Auren, 2010.
- V.V.A.A. (2010). «Potencialidad del Mercado Alternativo Bursátil en España». AECA, 2010.
- V.V.A.A. (2006). «Mercado alternativo bursátil: creación y régimen, estructura, funcionamiento». En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n. 103. Madrid, octubre-diciembre 2006.



# INSTRUMENTOS PÚBLICOS DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE LA PYME: HECHOS, CRÍTICA Y PROPUESTAS

**María Callejón**  
**Universidad de Barcelona**  
**Agustí Segarra**  
**Universidad Rovira i Virgili**

## RESUMEN EJECUTIVO

Los autores agradecen el soporte parcial de la Xarxa de Referència d'R+D+i en Economia Aplicada de la Generalitat de Catalunya i del proyecto ECO2009-08735 «*Estructura de mercado y dinámica empresarial: factores determinantes de la innovación empresarial en las manufacturas y los servicios españoles*».

Las dificultades para acceder a las fuentes de financiación externa varían según el ciclo económico, el entorno tecnológico, el tamaño y la edad de las empresas. La evidencia empírica muestra que el racionamiento crediticio afecta, en particular, a Pymes jóvenes e intensivas en conocimientos y tecnología. En este capítulo se estudia teórica y empíricamente el problema de la restricción del crédito a Pymes y los posibles fallos de mercado en su origen. A continuación se presenta y analiza el cuadro de los principales instrumentos adoptados por la UE y la Administración Española para favorecer el acceso de las Pymes a la financiación, así como los cambios e implicaciones que la crisis financiera representa para los instrumentos públicos. Los datos señalan que los años de abundancia de crédito y liquidez anteriores a la crisis contribuyeron en menor grado de lo esperable a la mejora de la capacidad innovadora y exportadora del colectivo empresarial

español. En el futuro los instrumentos públicos de acceso de Pymes a la financiación deberán ser más selectivos y priorizar los tipos de empresa y actividades con mayor probabilidad de impacto en la competitividad agregada. Dada la intensificación del control del riesgo derivada de la normativa de Basilea y de las reformas del sistema financiero previstas a escala europea, las Pymes deberán financiarse con recursos propios en mayor medida que en el pasado; cabe esperar que instrumentos basados en el capital privado cobren importancia. La última parte del capítulo trata de aspectos diferenciales de la financiación empresarial española respecto de otros países, y finaliza con un conjunto de recomendaciones de carácter pragmático para facilitar la liquidez a las Pymes.

## 1. INTRODUCCIÓN

Los programas públicos para favorecer el acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) al crédito se justifican por la existencia de fracasos de mercado que limitan su acceso al crédito financiero. En estas circunstancias los mercados financieros privados no son eficientes a la hora de garantizar la provisión de recursos que demanda la sociedad, una de cuyas consecuen-



cias sería un volumen de crédito a las Pymes inferior a su nivel eficiente. Hay consenso entre académicos y expertos en que los mecanismos de mercado suelen generar flujos insuficientes de financiación tanto en el caso de creación de nuevas empresas innovadoras, como en el caso de desarrollo y crecimiento de jóvenes empresas muy innovadoras. Y, efectivamente, la actividad pública suele concentrarse en este tipo de programas. Pero también se observa que el colectivo de Pymes, en general, se enfrenta a restricciones de crédito más elevadas y deben asumir costes de financiación más altos que las empresas grandes.

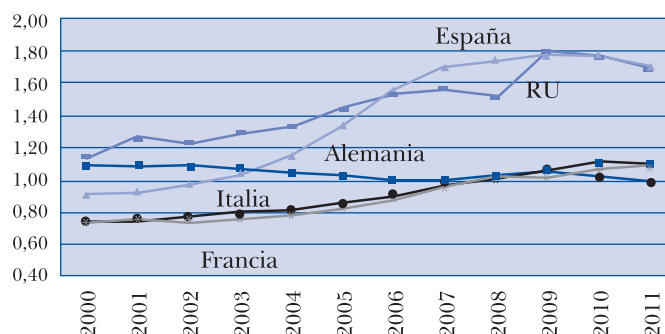
Las condiciones en las que las Pymes acceden a las fuentes de financiación externa condicionan sus capacidades de adaptación y su probabilidad de supervivencia en los primeros años de todo proyecto empresarial. Sin duda, el acceso a la financiación juega un papel crítico en la trayectoria de la empresa, especialmente entre las pequeñas y jóvenes empresas. Por ello, analizar las barreras financieras y las actuaciones públicas que tienen como objetivo facilitar el acceso al crédito de las Pymes resulta de gran interés, en particular en economías como la española que se enfrentan al reto de modernizar su tejido productivo.

Las intervenciones públicas suelen concentrarse en la provisión de recursos para la creación de nuevas empresas innovadoras, las empresas de alto crecimiento y las jóvenes empresas muy innovado-

ras. También se observa que el colectivo de Pyme en general se enfrenta a mayor restricción y coste de la financiación que las empresas grandes debido a características asociadas al tamaño.

La determinación del grado de restricción crediticia que afecta sistemáticamente a las Pymes no es un ejercicio simple. Cada proyecto de inversión comporta un nivel de riesgo determinado, y el problema de fondo es la capacidad de evaluar el riesgo por parte de las instituciones financieras. Descartar proyectos cuyo riesgo supera cierto umbral es económicamente eficiente, pero si por limitaciones de cálculo se tiende a descartar proyectos con un riesgo real aceptable el efecto sobre la inversión y la competitividad será negativo. Para determinar la intensidad del fracaso de mercado en la financiación empresarial externa tiene sentido examinar si existen errores sistemáticos de evaluación de los riesgos por parte de los agentes especializados. La experiencia en España en los últimos años podría indicar que las técnicas de evaluación de riesgos podrían afinarse. Durante la década anterior a la crisis la tasa de crédito bancario respecto del PIB creció en España a ritmos muy superiores a otros países europeos (Figura 1). Inversamente, desde 2008 las Pymes españolas sufren restricciones crediticias con mayor intensidad que sus homólogas de la UE.

**FIGURA 1. CRÉDITO BANCARIO A ENTIDADES NO FINANCIERAS RESPECTO PIB**



Fuente: Eurostat.



Desde principios de los años noventa, la ineficiente asignación de los recursos entre sectores alternativos junto a las dificultades de las nuevas empresas para acceder al crédito bancario ha dado lugar a una intensa rotación empresarial y una reducida capacidad para sobrevivir en los mercados durante los primeros años de vida. En este escenario debemos enmarcar los programas públicos para favorecer el acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) que han visto la luz en España durante las dos últimas décadas. A partir de la crisis de 2008 se inicia un proceso de cambio radical a escala internacional que todavía se encuentra en proceso de definición.

Durante el período 1994-2007, en España la expansión del crédito al sector privado registró una tasa anual del 16,3%, el crédito bancario a la construcción y la promoción inmobiliaria creció a un ritmo anual del 30,5%, a la agricultura a una tasa del 10,2%, a la industria a una tasa del 8,3%, y, por último, a los servicios alcanzó el 13,8% anual (Pérez et al., 2011). El ciclo se vive con mayor intensidad en España –bajo el efecto de la expansión constructora– y la facilidad para acceder a una oferta creciente de financiación bancaria a tipos de interés muy atractivos, sin duda, relajó las prácticas de evaluación de proyectos de inversión entre las empresas españolas.

La magnitud de estas cifras revela la existencia de un entorno de fácil acceso a los recursos financieros externos a tipos de interés reducidos que moderaron los incentivos de las empresas, especialmente las Pymes, para asumir proyectos innovadores de mayor riesgo. Durante este periodo el acceso a la financiación externa fue muy acomodaticia y con escasos controles para las empresas industriales españolas expuestas, cada vez con mayor intensidad, a las presiones de la competencia internacional. En definitiva, la expansión del crédito bancario dio lugar a un mayor relajamiento de las prácticas de evaluación de proyectos de inversión y a una asignación de recursos menos eficiente.

La expansión crediticia que tuvo lugar durante las dos crisis inmobiliarias se saldó con toda una serie de impactos negativos sobre la capaci-

dad competitiva de nuestra economía. En este período las empresas españolas encontraron pocos incentivos a la hora de mejorar sus niveles de productividad en parte porque las instituciones financieras españolas se mostraron pasivas ante los nuevos proyectos industriales, mientras en otros países de la UE las instituciones financieras se esforzaron por evaluar y dotar de recursos a las Pymes; y porque las instituciones españolas diseñaron pocos productos nuevos más ajustados a las necesidades de las empresas innovadoras y exportadoras expuestas a elevados niveles de riesgo.

Este capítulo aborda los instrumentos públicos de apoyo a la financiación de las Pymes españolas, poniendo especial acento en las actuaciones llevadas a cabo por los diversos organismos implicados. Para dar contenido a las intervenciones públicas en materia de financiación, primero se abordan en los epígrafes 2 y 3 las propuestas teóricas más relevantes, a continuación el epígrafe 4 ofrece evidencia empírica sobre las restricciones financieras entre las empresas industriales españolas; los epígrafes 5 y 6 se ocupan de las principales medidas de apoyo a la financiación adoptadas en la UE y en España respectivamente y, finalmente, se detallan conclusiones y recomendaciones.

## 2. LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS

Las necesidades financieras de las empresas no sólo varían en función del tamaño de la empresa, sino también según la etapa del ciclo de negocios y los años de actividad. Las empresas jóvenes presentan más restricciones financieras que aquellas que ya tienen una posición en el mercado (Müller y Zimmermann, 2009). Los bancos son cautelosos con las empresas jóvenes dado que no disponen de referencias acerca de su comportamiento. Por tanto, las empresas jóvenes se ven afectadas por asimetrías informativas, relacionadas con la «falta de pasado» y que se agravan por su escaso volumen de ventas sobre las que hacer recaer el coste de la financiación (Segarra et al., 2010).



La estructura de capital y las necesidades de financiación de la empresa industrial varían según el ciclo de vida del negocio. Durante los primeros cinco años la capacidad de la nueva empresa para acceder a recursos propios o ajenos es limitada, precisamente cuando más lo necesita. En cambio, cuando la empresa se mantiene activa hasta su fase de consolidación –entre los cinco y los veinte años– el crecimiento vegetativo de la empresa es más estable y su habilidad para acceder a las fuentes externas, especialmente las entidades de crédito, es mucho mayor. En la fase de madurez el ritmo de crecimiento de la empresa es más regular y, a menudo, las principales necesidades financieras están relacionadas con las operaciones corporativas que facilitan un crecimiento mucho más rápido.

Las dificultades de acceso al crédito, especialmente en la financiación ajena a largo plazo, junto a los elevados costes financieros limitan la capacidad de las Pymes para alcanzar una ratio de apalancamiento financiero positivo. Si la empresa se enfrenta a grandes restricciones financieras alcanzará una posición subóptima en su estructura de capital respecto al resto de la competencia, y se verá sometida por los intermediarios financieros a los problemas de selección adversa y riesgo moral, que restringen la capacidad de endeudamiento e incrementan su prima de riesgo.

Ahora bien, algunos autores han matizado estos argumentos al indicar que las dificultades de las pequeñas empresas para acceder al crédito no se derivan de las imperfecciones en el mercado de capitales, sino de las características de las propias pequeñas empresas (Vohrl y Adams, 1997). Es decir, las características y condicionantes del grupo de microempresas (hasta 9 empleados) son muy diferentes de las empresas de tamaño medio de 50 empleados o más, particularmente en cuanto al grado y calidad de la información con que pueden fundamentar sus demandas de crédito. En España las microempresas cuentan con el 39 por ciento del empleo mientras que en la UE27 es el 30 por ciento. En conjunto el 76,3 por ciento del empleo en España corresponde a Pymes y solamente el 67 por

ciento en la UE. Una parte de las mayores restricciones al crédito que presentan en conjunto las empresas españolas se puede explicar, al menos en parte, por la estructura de tamaños desfavorable a España (EU, 2011).

### 3. FRACASOS DE MERCADO EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Durante la fase expansiva comprendida entre 1994 y 2007, los mecanismos de financiación privados fueron capaces de atender y gestionar las demandas procedentes del grueso de las empresas europeas. En efecto, de acuerdo con las encuestas realizadas por la Comisión Europea en 2005 (CE, 2005) más del 77% de las Pymes europeas declaraban contar con los niveles de financiación adecuados. En Finlandia, Irlanda, Dinamarca y Reino Unido la proporción era superior al 90 por ciento, mientras en España ascendía al 85 por ciento. No obstante, en países globalmente eficientes como Suecia o Alemania el porcentaje de Pymes que declaraban contar con suficiente financiación se reducía al 77 y 73 por ciento respectivamente. Estos datos apuntan que la respuesta a la pregunta de si las Pymes en general, y las Pymes españolas en particular, se enfrentan a una restricción de crédito forzosamente ha de tener una respuesta matizada.

Además la presencia de ciertas restricciones financieras no debe ser considerada por sí misma como un fallo de mercado que se convierte en una barrera al crecimiento de las Pymes, si tenemos en cuenta que una de las funciones centrales del sistema financiero es seleccionar y canalizar los recursos disponibles hacia los proyectos de inversión más sólidos. Por ello, una de las cuestiones a tener en cuenta consiste en plantearse si, ¿existe un porcentaje óptimo establecido de proyectos de empresas que deberían obtener financiación? No lo conocemos, pero desde luego no es el cien por cien.

Cuando es posible medir el riesgo con los parámetros habituales, el sistema de oferta crediticia a las empresas suele operar de forma aceptable. No ocurre así, sin embargo, en algunos



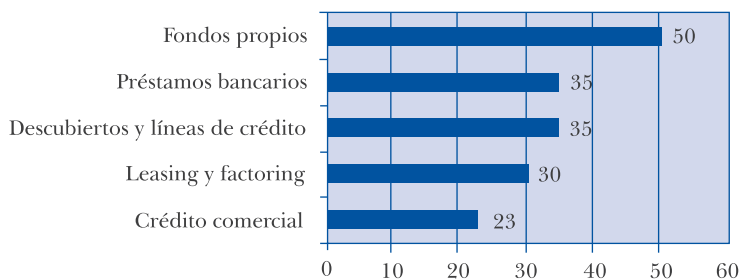
segmentos del colectivo empresarial. En proyectos empresariales nuevos, independientes, intensivos en conocimiento y/o innovadores, el cálculo del riesgo es difícil y la aversión normal al riesgo que otorga solvencia a bancos podría frenar el crecimiento empresarial y la innovación agregada que mejora la eficiencia social. ¿Está ocurriendo así? En ciertos casos probablemente sea así pero la evidencia disponible es matizada. ¿Es escasa la oferta de capital riesgo para las fases iniciales de las empresas innovadoras? Los datos disponibles indican que los retornos del capital riesgo son globalmente negativos en Europa, por lo que sería aconsejable examinar si la financiación se reparte entre demasiados proyectos (rentabilidad marginal decreciente), o bien fallan los criterios de selección de los proyectos. Dado que el número de proyectos de capital semilla y fase inicial no es elevado, habría que explorar preferentemente cómo seleccionan los proyectos las instituciones financiadoras, que son eminentemente públicas en esas fases iniciales.

La literatura actual identifica al menos tres factores (ECB, 2007) que otorgan especificidad a las condiciones de financiación de las Pymes. En primer lugar, el tamaño empresarial afecta la calidad y cantidad de la información disponible para los proyectos de inversión, así como a la calidad del colateral de la empresa. En general se considera que la información es más opaca y el riesgo de quiebra mayor en las pequeñas empresas que en las mayores. En segundo lugar, las empresas pequeñas suelen ser también jóvenes y no han tenido tiempo de formar una trayectoria y una reputación que aporte información. En tercer lugar, las Pymes no suelen contar con valores cotizados en mercados abiertos y, en consecuencia, tampoco se cuenta con esa información. Por tanto desde la perspectiva de los bancos los costes asociados a la tarea de analizar y determinar

la prima de riesgo asociada al crédito, así como los costes de supervisar son lo suficientemente altos como para desincentivar una parte de los préstamos a empresas pequeñas.

La información que suministra la encuesta SAFE que lleva a cabo el Banco Central Europeo (ECB, 2011) con una muestra de 5000 empresas durante 2009 –ya en plena crisis– confirma que las Pymes declaran con mayor frecuencia que las empresas grandes tener dificultades para acceder a la financiación externa. No obstante, el principal problema mencionado por la mayoría de las Pymes no es la financiación sino el encontrar nuevos clientes: un 28 por ciento de las Pymes declara que su principal preocupación es encontrar clientes y, solamente, un 16 por ciento menciona el acceso a la financiación como su problema más importante. Los estudios para España (García-Tabuenca, Moreno, Pablo, 2004) también encuentran que la financiación aparece como segundo o tercer problema para las empresas. La encuesta también informa que la edad es un obstáculo más importante que el tamaño para la obtención de financiación; un 25 por ciento de Pymes entre dos y cinco años y un 14 por ciento de Pymes mayores de 10 años mencionan la financiación como su problema más importante. En definitiva, las respuestas a la encuesta SAFE confirman de nuevo la existencia de un «valle de la muerte» tras los dos años de vida, cuando los fondos iniciales se agotan y todavía no se han obtenido fondos adicionales.

Los préstamos bancarios junto con las líneas de crédito al descubierto constituyen la segunda fuente de financiación de las Pymes, mientras la primera siguen siendo los fondos propios y, cada vez en mayor medida, el leasing y factoring forman parte de la estructura de financiación (Figura 2).

**FIGURA 2. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES DEL ÁREA EURO 2010  
(porcentaje de respuestas)**

Fuente: SAFE, European Central Bank, 2011.

En 2010 España ha sido el país de la zona euro con un mayor porcentaje de empresas que declaran tener dificultades para obtener un préstamo procedente de una entidad bancaria. Pese a ello, incluso en una etapa de restricción de crédito ban-

cario el porcentaje de solicitudes rechazadas se limita al 11 por ciento en la zona euro y un 10 por ciento en España (Cuadro 1). El dato comparativo apunta que la situación en España debería mejorar adoptando las medidas correctoras pertinentes.

**CUADRO 1. SOLICITUDES DE PRÉSTAMOS A BANCOS POR PYMES (Porcentajes)**

	Solicitado y aprobado totalidad	Solicitado y no aceptado por alto coste	Solicitado y rechazado	Solicitado y aprobado en gran parte	Solicitado y aprobado en pequeña parte
Alemania	79	1	6	5	5
España	52	1	16	12	13
Francia	76	2	10	4	6
Italia	66	1	8	11	12
Zona euro	66	1	11	9	9

Fuente: SAFE Sept2010- Feb2011. BCE.

No pocos analistas contemplan con escepticismo la posible existencia de un problema de financiación específico para las Pymes que justifique una intervención pública en términos de añadir dinero al sistema. El razonamiento es que la asimetría de información normal entre emprendedor e inversor se exagera en el caso de las Pymes. Por tanto el problema a abordar sería precisamente la mejora de la información antes que proceder a algún tipo de financiación pública directa. Algunos auto-

res advierten a este respecto que no se dispone de evidencia clara sobre el efecto positivo de ciertas ayudas públicas a la financiación como las garantías o el capital riesgo (Chertok, Malleray y Pouletty, 2009). Es más, la rentabilidad negativa agregada a escala internacional del capital riesgo tipo semilla y *early stage* hasta ahora, dificulta recomendar ese tipo de instrumentos a compañías de seguros, fondos de pensiones, e inversores con perfil similar (Kelly y Kraemer, 2011).



#### 4. LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS: EVIDENCIA EMPÍRICA

Las condiciones de acceso a los recursos financieros y la propia naturaleza de las fuentes externas ejercen una gran influencia sobre las empresas y el conjunto de las economías (Brito y Mello (1995) y Beck et al. (2006)). Por ello, resulta de gran interés abordar dos cuestiones sobre la financiación de las empresas industriales españolas en los años que precedieron a la crisis financiera de 2007. Planteamos dos líneas de observación. La primera, analiza la magnitud de las restricciones financieras según el perfil de las empresas industriales españolas –dimensión y edad– y el entorno tecnológico en el que operan. La segunda, estudia cómo las fuentes financieras inciden sobre el ritmo de crecimiento de las empresas industriales españolas.

Veamos a continuación las principales fuentes financieras de las empresas industriales españolas. La información contable que anualmente las empresas españolas depositan al Registro Mercantil constituye una fuente exhaustiva para nuestros propósitos. Además, el gran número de

empresas que participan en dicho ejercicio de transparencia asegura que los niveles de representatividad sean elevados, sobretudo entre las grandes y medianas empresas.

Cuando observamos la estructura de capital de las empresas españolas con datos del Registro Mercantil según el tamaño de la empresa, comprobamos que las micro empresas presentan un promedio de recursos propios del orden de 138 mil euros –29,2% sobre pasivo–, las empresas pequeñas de 753 mil euros –37,3% sobre el pasivo–, las empresas medianas de 5,6 millones de euros –39,3% del pasivo–, y las grandes empresas presentan en promedio del orden de los 41 millones de dólares –el 34,6% sobre el pasivo–. Los datos ponen de manifiesto las limitaciones que tienen las pequeñas empresas para captar recursos propios a través del mercado de capitales, o bien los costes excesivos en los que han de incurrir por esta fuente financiera. Por ello, las empresas con menos de diez trabajadores se ven obligadas a recurrir a los recursos internos generados, que en general suelen ser insuficientes, y a los recursos aportados por el empresario y sus familiares.

**CUADRO 2. ESTRUCTURA DEL CAPITAL EN LAS EMPRESAS INDUSTRIALES ESPAÑOLAS SEGÚN TAMAÑO SEGÚN REGISTRO MERCANTIL. PERIODO 1998-2006**

	Microempresas	Pequeñas	Medianas	Grandes	Total
<b>Recursos propios</b>	138,31 (29,20)	753,60 (37,36)	5.696,50 (39,34)	41.122,67 (35,50)	970,83 (34,68)
<b>Recursos ajenos</b>	336,19 (70,98)	1267,48 (62,83)	8735,10 (60,32)	74.255,94 (63,95)	1.775,67 (63,44)
<b>A largo plazo</b>	92,41 (19,51)	304,73 (15,11)	2.080,67 (14,37)	18.520,69 (15,95)	450,41 (16,09)
<b>A corto plazo</b>	240,47 (50,77)	953,01 (47,24)	6.601,33 (45,59)	55.187,53 (47,52)	1.257,32 (44,92)
<b>Total pasivo</b>	473,63	2.017,37	14.480,54	116.124,40	2.799,15

*Nota:* Las observaciones de la muestra son 666.043. Corresponden a las microempresas, 216.654 empresas; a las pequeñas, 213.644; a las medianas, 38.479; y a las grandes empresas 5.184.

*Las microempresas tienen entre 3 y 9 trabajadores, las pequeñas, entre 10 y 49 trabajadores, las medianas, entre 50 y 249, y las grandes 250 o más trabajadores. Los recursos financieros en miles de euros, los valores son las medias aritméticas del período 1998-2006. Entre paréntesis se presenta el coeficiente de variación.*

*Fuente:* Elaboración propia a partir del Registro Mercantil.



Los datos del Registro Mercantil indican que la empresa industrial española para financiarse recurre en gran medida a la deuda externa, que alcanza los niveles más altos en las microempresas –el 70,9% del pasivo para el periodo 1998-2006–. Los datos muestran una relación inversa entre la dimensión de la empresa y el peso de la deuda externa debido a las dificultades de las pequeñas empresas para acceder a las fuentes ajenas. Asimismo, la principal fuente financiera de las empresas industriales españolas continúan siendo los fondos ajenos a corto plazo. La financiación a corto plazo ascendió al 50,7% del pasivo entre las microempresas, el 47,2% en las pequeñas empresas, el 45,5% en las medianas empresas, y el 47,5% entre las empresas grandes. Los resultados más relevantes que muestran las 72.526 empresas industriales analizadas podemos sintetizarlos en los siguientes aspectos:

- H1: Las empresas pequeñas y jóvenes tienen dificultades para acceder a los recursos ajenos. Las empresas micro, pequeñas y medianas recurren más intensamente a los recursos propios, y cuanto mayor es el tamaño de la empresa más se recurre a los recursos ajenos (deuda).
- H2: Las empresas pequeñas se enfrentan a más obstáculos para encontrar fuentes de financiación a largo plazo que las grandes. Las Pymes españolas se ven obligadas a recurrir, con mayor frecuencia, a los créditos bancarios a corto plazo y la autofinanciación, limitando así su capacidad para invertir y crecer.
- H3: El endeudamiento está relacionado inversamente con el tamaño y la edad de la empresa. Las empresas pequeñas y jóvenes disfrutan de un volumen de deuda inferior al que tienen las empresas grandes y las que llevan muchos años siendo operativas. Esta evidencia pone de manifiesto las restricciones de las Pymes para disfrutar de vías de financiación ajena adecuadas para desarrollar sus programas de inversión.
- H4: Las empresas jóvenes recurren más a los recursos propios que el resto de empresas. Durante las primeras fases del ciclo de vida de la empresa, la disponibilidad de recursos propios relacionados con la aportación de los propietarios y la autofinanciación juegan un papel importante en el programa financiero de la empresa. Las principales fuentes de financiación de las empresas jóvenes son las fuentes propias, tanto externas (aportaciones de capital de los socios, las denominadas 3F: *Family, Friends and Fools*, etc.), como internas (recursos generados internamente o autofinanciación).
- H5: La estructura del capital está relacionada con el entorno tecnológico de la empresa. Las empresas que operan en sectores intensivos en tecnología tienen más dificultades para encontrar recursos ajenos para financiar sus actividades de I+D. Esto hace que los recursos propios jueguen un papel clave en la estructura financiera de las empresas.

Entre las empresas industriales españolas la evidencia empírica no indica la existencia de restricciones financieras generalizadas durante el periodo 1996-2008. Al margen de las barreras registradas por las empresas pequeñas y, en especial, aquellas que operaban en entornos intensivos, la estructura financiera de la empresa no condicionó en exceso la política de inversiones de la empresa. No obstante, sí que la estructura del capital junto a los costes de la deuda condicionaron la capacidad de la empresa industrial para adaptarse a las reglas de juego vigentes en los mercados internacionales.

Los datos del Registro Mercantil podemos complementarlos con la información de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) para el período 1991-2009. Estos datos muestran los cambios experimentados en la estructura de capital de las empresas españolas desde las turbulencias financieras internacionales de principios de los noventa a la actual crisis económica.

**CUADRO 3. FUENTES DE FINANCIACIÓN SOBRE PASIVO SEGÚN ESEE.  
AÑO 1991 Y PERIODO 2000-2009**

<b>Empresas menos de 200 traba.</b>	<b>1991</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Recursos propios	43,1	39,2	41,0	41,9	43,9	43,8	42,6	42,1	42,0	45,5	46,2
Recursos ajenos	57,0	60,8	59,0	58,0	56,1	56,1	57,5	57,8	58,0	54,5	53,8
A largo plazo	12,9	13,8	13,3	12,9	13,3	13,1	14,0	14,2	14,2	15,3	17,4
A corto plazo	44,1	47,0	45,7	45,1	42,8	43,0	43,5	43,6	43,8	39,2	36,4
Total pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Financiación entidades crédito	33,0	29,4	28,8	29,4	30,2	31,0	31,6	32,6	30,4	35,1	34,3
<b>Empresas más de 200 traba.</b>	<b>1991</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Recursos propios	43,8	44,5	44,7	44,9	45,6	44,8	44,0	43,7	42,9	45,0	44,9
Recursos ajenos	56,2	55,5	55,2	55,0	54,5	55,2	56,0	56,3	57,1	55,0	55,1
A largo plazo	11,3	10,4	11,1	11,6	11,8	11,9	12,7	12,4	13,0	13,8	16,2
A corto plazo	44,9	45,1	44,1	43,4	42,7	43,3	43,3	43,9	44,1	41,2	38,9
Total pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Financiación entidades crédito	34,2	24,2	25,7	25,7	23,6	22,6	23,6	23,6	24,2	25,1	23,4

*Nota: Porcentajes sobre el pasivo.*

*Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales.*

Para el periodo 1991-2009, los datos de la ESEE indican que los fondos ajenos a corto plazo a través de las entidades de crédito constituyeron la principal fuente de financiación entre las empresas industriales españolas. Si bien la financiación a largo plazo alcanza porcentajes moderados sobre el pasivo, tanto en las pequeñas como en las grandes empresas, a partir del ejercicio 2008 crece la participación de los recursos externos a largo plazo y, al mismo tiempo, disminuye el coste medio de financiación (SEPI, 2010). Los cambios más significativos en la estructura del pasivo tuvieron lugar en las empresas con menos de 200 trabajadores, si en el ejercicio 2007 los recursos financieros a largo plazo representaban el 14,2% del pasivo y los recursos a corto plazo el 43,8%, en el ejercicio de 2009 la participación de los recursos a largo plazo ascendía al 17,4% y los de corto plazo el 36,4%. Los cambios experimentados durante los dos primeros años de la crisis actual son significativos, y ponen de manifiesto la transformación tanto del tejido industrial español como de la propia estructura del sistema financiero.

A pesar de la contención de las fuentes externas a corto plazo la dependencia de las empresas españolas continúa siendo elevada. La gran dependencia de los fondos a corto plazo respecto al total del pasivo, y en particular respecto a las entidades de crédito condicionó, durante este largo período, las estrategias de las empresas industriales españolas, especialmente las pequeñas, a la hora de acometer sus proyectos de inversión para materializar su consolidación en el mercado. Durante el periodo 2007-2009, las empresas de menos de 200 trabajadores experimentaron una caída de la financiación ajena a corto plazo pasando del 43,8% al 36,4% del pasivo, frente a un aumento del peso relativo de los recursos propios que pasaron del 42,0% al 46,2%. Entre las empresas grandes de más de 200 trabajadores, los recursos ajenos a corto plazo pasaron del 44,1% al 38,9%, mientras los recursos propios ascendieron del 42,9% al 44,9% del pasivo. Siendo en los dos grupos necesario la mayor participación de los recursos propios durante el periodo de crisis, destaca sobretodo en les empresas pequeñas que se vieron obligadas a una mayor



dotación por medio de flujos de caja, reservas y resultados de la empresa.

Según datos de la ESEE, durante el ejercicio 2009, mejoraron las condiciones de acceso a la financiación a largo plazo por parte de las empresas, que había disminuido de forma notable en el año anterior en el contexto de turbulencias financieras globales. Ello quedó reflejado en el aumento del porcentaje de empresas que tuvieron acceso a financiación a largo plazo con las entidades de crédito, tanto entre las pequeñas y medianas empresas como entre las grandes. Asimismo también se refleja una disminución del coste medio de la financiación declarado por las empresas (SEPI, 2010).

## **5. PROGRAMA PARA LA INICIATIVA EMPRESARIAL Y LA INNOVACIÓN (EIP): CAPITAL Y DEUDA**

El Programa Marco para la Innovación y la Competitividad (CIP 2007-2013) aprobado en 2006 por la Unión Europea contiene el Programa para la Iniciativa Empresarial y la Innovación (Entrepreneurship and Innovation Program, EIP) que, entre otros objetivos, establece medidas para atender los segmentos empresariales sometidos a mayores restricciones de financiación externa. En el período 2007-2011 el subprograma de acceso a la financiación del EIP ha contado con un presupuesto de 798.2 millones de euros, el 53.6 por ciento de todo el presupuesto del EIP. El CIP excluye expresamente la financiación de las actividades de investigación y desarrollo que constituyen objeto específico del Programa Marco de I+D, y se centra exclusivamente en actividades de la innovación tal como se definen en el Manual de Oslo (OECD, 2005).

Los «Instrumentos financieros comunitarios» que deben facilitar el acceso a la financiación de las Pymes en determinadas fases de su ciclo de vida, en particular, el lanzamiento, la puesta en marcha, la expansión y la transmisión de empresas, son tres:

- a) el mecanismo para las Pymes innovadoras y de rápido crecimiento (GIF o MIC en español);
- b) el mecanismo de garantía Pymes (SMEG);
- c) el sistema de desarrollo de capacidades.

El GIF tiene encomendada la doble función de apoyar la creación de empresas innovadoras aliviando el déficit de oferta de fondos propios y de capital riesgo del mercado; y asimismo debe ayudar a empresas innovadoras con potencial de crecimiento invirtiendo en fondos especializados de capital riesgo. Su gestión se realiza a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI) en nombre de la Comisión.

El FEI también se ocupa de gestionar el mecanismo de garantía en sus dos vertientes: a) como proveedor de contragarantías para los sistemas existentes en los países participantes; y b) proporcionando garantías directas a intermediarios financieros. El mecanismo de garantía respalda diversas líneas de financiación a Pymes: préstamos para proyectos innovadores, microcréditos, inversión en capital o cuasi-capital, y finalmente, titulación de carteras de deuda de Pyme.

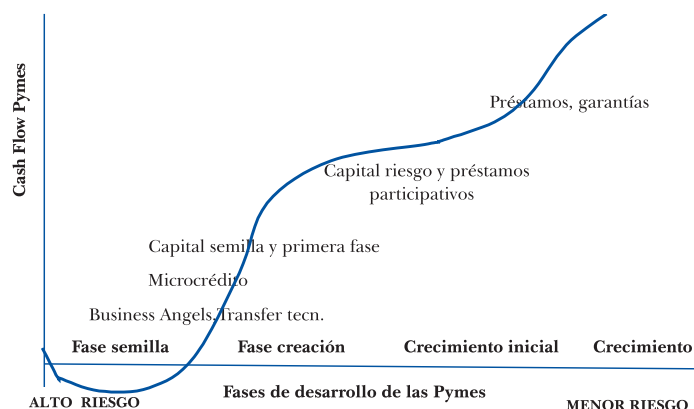
El tercer mecanismo integrado en los instrumentos financieros europeos es particularmente importante porque afronta el problema de la evaluación del riesgo en cuanto variable crítica en todo esquema de financiación de proyectos. Aunque durante años la evaluación de riesgos se ha considerado un tema muy especializado en manos de expertos, los errores de «rating» de las grandes agencias especializadas (S&P, Moody, Fitch) que se evidenciaron en 2007 y posteriormente han estimulado el interés general por los procesos de cálculo de riesgo. El mecanismo de desarrollo de capacidades está previsto para ser gestionado en colaboración con entidades internacionales como el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), el Banco Europeo de Inversiones (BEI), el FEI y el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa. Su objetivo es mejorar la calidad de los mecanismos de financiación por medio de la mejora de la cualifica-

ción de intermediarios financieros que invierten en Pyme innovadoras, y estimulan de ese modo la oferta de crédito gracias a la mejora de los procedimientos de evaluación de las solicitudes de préstamo de las Pymes.

El Fondo Europeo de Inversiones (FEI) selecciona, a su vez, intermediarios: fondos de capital-

riesgo, capital privado, «mezzanine», y «business angels» en el GIF, e instituciones de garantías y en el caso del SMEG. Las fórmulas contempladas en el FEI no son nuevas. Recogen la práctica de muchos años en los países europeos más avanzados, y en tal sentido introducen pocas innovaciones (Figura 3).

**FIGURA 3. RANGO DE PRODUCTOS DE FINANCIACIÓN DEL FEI**



Fuente: Kelly y Kraemer (2011).

De acuerdo con el informe de evaluación del EIP (CSES, 2011) realizado en la primavera de 2011, la crisis financiera ha afectado la implantación de los instrumentos de acceso a la financiación aunque de forma desigual. Algunos instrumentos como las garantías para préstamos «mezzanine» y la línea de garantías para operaciones de titulización no habían sido utilizados aún. Los instrumentos más utilizados han sido las garantías para préstamos a Pymes, y el recurso al FEI como fondo de fondos de capital riesgo y capital privado.

Las instituciones españolas de crédito han firmado convenios con el FEI en dos áreas principales: garantías para préstamos bancarios a Pymes, y garantías para entidades de capital riesgo y capital privado. En el área de garantías a préstamos el organismo público de reafianzamiento CERSA, y en menor grado la entidad privada «La Caixa», han firmado convenios con el

FEI. Del lado de acceso al capital, 24 entidades españolas, de un total de 133, han firmado convenios con el FEI en su calidad de fondo de fondos de capital riesgo. Una pequeña parte de esas entidades son entidades de capital riesgo públicas, como Neotec del CDTI, el Axis del ICO y algunos organismos autonómicos; pero la mayoría son fondos de capital privado orientados a la adquisición de empresas establecidas no cotizadas. Todos estos instrumentos han reducido operaciones desde el estallido de la crisis en 2008.

## 6. PRINCIPALES INSTRUMENTOS PÚBLICOS DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES UTILIZADOS EN ESPAÑA

En España operan desde hace bastantes décadas los instrumentos públicos financieros que suelen existir en nuestro entorno de la UE, incluidos los



que se encuadran en el FEI. Las diferencias con otros países se limitan al grado de utilización de los distintos instrumentos. El sector público estatal español cuenta con programas para facilitar el acceso de las Pymes al crédito y al capital. Y en bastantes casos las Comunidades Autónomas han adoptado programas que complementan o suplementan los programas públicos estatales.

Las políticas públicas de acceso a deuda incluyen: préstamos bonificados, garantías, y titulización. Los programas de acceso a capital incluyen: capital «mezzanine» o préstamos participativos y capital-riesgo (Callejón, 2007). Instrumentos de menor cuantía como los microcréditos o el fomento de las redes de «business angels» también son contemplados desde la actuación pública. A continuación se comentan algunos rasgos básicos de los programas públicos españoles.

### 6.1. ACCESO AL CRÉDITO

Durante muchos años el Instituto Oficial de Crédito (ICO) ha tenido la posibilidad de financiarse en los mercados internacionales a tipos de interés privilegiados al compartir la calificación de riesgo AAA correspondiente al estado español. Con esa ventaja en el coste de sus recursos ha podido contribuir a aportar financiación al sector privado, prioritariamente bajo la fórmula de mediación de los bancos privados. Las circunstancias han cambiado y, tras la crisis, el ICO ya no tiene las mismas facilidades de obtención de financiación a coste bajo y son de prever cambios en la operativa del Instituto.

El (ICO) ha intentado compensar la caída del crédito bancario desde 2008 triplicando su volumen recursos destinados a préstamos, pero bajo la incidencia de dos factores limitativos. Primero, la fuerte caída de la demanda de créditos por parte de las empresas, que impide al ICO formalizar todo el crédito presupuestado en alguna de sus líneas. Segundo porque, debido a los problemas de la deuda soberana en el área del euro, el coste de su financiación es mayor y, sobretodo, se enfrenta a mayor volatilidad de los tipos de interés que en el pasado. En definitiva las empresas

van a tener que pagar más cara la financiación procedente del ICO, y cabe esperar un descenso de la demanda de préstamos al ICO.

La participación del ICO en el total del crédito a sociedades no financieras es elevado pero no determinante. A finales de 2010 se situaba en el 7,3% del sistema, y cerca del 13% para el crédito con plazo superior a 5 años. En 2010 el ICO concedió créditos de mediación a Pymes y autónomos por 19,619 millones de euros (ICO, 2011), un 48,5 por ciento de todo su presupuesto para crédito de intermediación. También cuenta con una línea de microcréditos de pequeña cuantía que ha decrecido en 2010.

En el contexto de crisis el ICO ha reaccionado diversificando sus líneas de actuación para atender circulante, emprendedores, capital riesgo y operaciones directas con empresas sin intermediación bancaria. En cualquier caso resulta difícil determinar en qué medida la actividad del ICO constituye una respuesta justificada a fallos de mercado debido a dos razones. En primer lugar, por la elevada actividad del ICO vinculada a grandes empresas y otras instituciones públicas y privadas sobre las que no pesan sospechas de ser víctimas de fracasos del mercado; y en segundo lugar, porque su operativa de intermediación bancaria tiende a beneficiar al sistema bancario privado y no solamente a la Pyme.

### 6.2. GARANTÍAS

El mecanismo público de las garantías ha alcanzado en España un buen desarrollo colocándose en cuarto lugar entre los países de la UE con un 7,8% del total de garantías a préstamos a Pymes realizados en 2009 en la UE. Italia, Francia y Grecia presentan mayores volúmenes de garantías mientras que Alemania se coloca en menos de la mitad de España. El recurso a las garantías como política pública de acceso a la financiación de las Pymes es muy desigual en los países de la UE (ECB, 2011).

El eje del sistema de garantías español es la sociedad pública CERSA que actúa como institu-



ción reaseguradora de las 24 Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) de carácter territorial o sectorial que existen en España. CERSA reafianza el 20 por ciento de las garantías que otorgan las SGR. Por su parte, el FEI garantiza el 35 por ciento del riesgo asumido por CERSA. Uno de los aspectos acertados del sistema de garantías apoyado públicamente es que no ha cubierto el sector de la construcción, limitando así de alguna forma el impacto de la crisis sobre el sistema.

Tras varios años de crecimiento sostenido de los volúmenes de garantías, en 2010 se formalizaron garantías por 1,752 millones de euros (con una caída del 31 por ciento respecto a 2009) y cerca de 6,600 empresas involucradas. Los niveles de morosidad y de operaciones dudosas también han crecido en 2010 de forma substancial dado que el colectivo de empresas que se acogen a las garantías de las SGR suelen ser en promedio relativamente débiles. El mecanismo de garantías está siendo reforzado en diversos países de la UE, en previsión de que las condiciones normales de crédito vayan a seguir siendo duras o inciertas durante años.

El impacto sobre la eficiencia empresarial del sistema de garantías en España ha sido analizado en profundidad por García-Tabuenca y Crespo (2005). En sus análisis encuentran que el sistema en su conjunto realiza una contribución positiva aunque mejorable sobre la base de aumentar en cantidad y calidad la información de las empresas sobre el sistema de garantías. También observan que las empresas que se acogen al sistema de garantías suelen ser relativamente débiles en sus capacidades de gestión.

El sistema de garantías en España presenta un diseño relativamente genérico en el sentido que, con su organización fuertemente territorial, apenas discrimina por tipos de empresas y sectores. En la medida que en futuro convenga establecer prioridades por tipo de empresa y actividad, cabría pensar que en el futuro se puedan establecer líneas de garantías especializadas. Ello implicaría también el refuerzo de las capacidades técnicas de las SGR y la posibilidad de ofrecer servi-

cios complementarios a las empresas. Es significativo que solamente una parte muy pequeña del presupuesto del FEI destinado a garantías en España se destina a garantías de capital. Contrariamente a lo que ocurre en Francia o el Reino Unido.

El proceso de diversificación de funciones del sistema de garantías está iniciado con la presencia de algunas SGR de carácter sectorial, y queda por ver si evolucionará hacia un sistema más avanzado que permita abordar con criterios específicos distintos tipos de colectivos empresariales. De momento ya se ha establecido un Programa de Garantías para Emprendedores para que las SGR concedan garantías a quienes se propongan crear una empresa.

### 6.3. TITULIZACIÓN

Las operaciones de titulización de créditos a empresas ha sido el área de actividad financiera con mayor declive como consecuencia de la crisis tras varios años de crecimiento significativo. En la UE los volúmenes de titulización de créditos a Pymes respecto al total de emisiones (dominadas por las hipotecas) alcanzaron un máximo en 2007 con cerca del 16 por ciento, y cayeron por debajo del 10 por ciento en 2010. No solamente ha caído el volumen de operaciones sino que también se ha deteriorado su imagen. Aunque los problemas graves en Estados Unidos han procedido de la titulización de hipotecas, otros tipos de titulizaciones de créditos también han sido sometidos a escrutinio.

España es precisamente uno de los países de la UE donde mayor desarrollo han alcanzado los activos estructurados y, dentro de ellos las titulizaciones a partir de créditos bancarios a Pymes (Kelly y Kraemer, 2011). El gobierno mantiene el programa FTPyme cogestionado por los Ministerios de Industria Turismo y Comercio y el Ministerio de Economía mediante el cual presta un aval a las operaciones de titulización del crédito bancario a Pymes. La condición para la concesión del aval a los fondos de titulización acogidos al programa es que las entidades cedentes de los



activos (que suelen ser entre cinco y ocho entidades crediticias cada año) reinviertan el 80 por ciento del valor de los títulos emitidos en nuevos préstamos a empresas. En consonancia con los tiempos el aval del estado que respalda al programa FTPyme se ha incrementado hasta 2,350 millones de euros en 2011, cuando en 2006 la cuantía del aval del estado era del orden de 600 millones de euros. Tanto el importe de las emisiones de títulos como el porcentaje del aval del estado ha fluctuado mucho desde 2005, siendo la emisión de 2010 menos de la mitad de la emisión de 2008 aunque el aval creció desde el 37 por

ciento al 70 por ciento del valor de la emisión en ambos años.

Las oscilaciones observadas en el montante de avales públicos, ya anteriormente a la crisis de 2008, denota que el gobierno es sensible al tamaño del riesgo que asume con sus avales y que desea asegurarse que su intervención mejora la eficiencia en el área de la financiación a Pymes (Cuadro 4). Ante las dificultades de la crisis el gobierno ha flexibilizado su normativa permitiendo que los fondos derivados de la titulización puedan destinarse a circulante y ampliando los plazos de reinversión de las entidades cedentes.

**CUADRO 4. PROGRAMA DE FONDOS DE TITULIZACIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DE LA PYMES (FTPyme) (millones de euros)**

	Emisión de bonos	Aval del Estado	% Aval
2005	2944	530	18,0
2006	7956	600	7,5
2007	6473	800	12,4
2008	7276	2678	36,8
2009	n.d	n.d	
2010	3210	2226	69,3
2011*		2350	

\* Aval previsto.

Fuente: Dirección General de Política de PYME. MITyC.

Habría motivos para preguntarse en qué medida el programa FTPyme y el aval de estado han sido necesarios en los ocho o diez años anteriores a la crisis cuando el crédito bancario ha sido abundante y el sistema disponía de liquidez. Algunos expertos señalan que los bancos y entidades gestoras han sido en realidad los más favorecidos por el programa, antes que las Pymes. Posiblemente siga teniendo interés mantener en el futuro la figura de la titulización o la estructuración de activos para algún producto financiero, pero únicamente si mejoran los procesos de rating de los diversos tramos de créditos de los bonos, aumenta también la transparencia y se reducen las insostenibles asimetrías de información. En definitiva habría que generar un entorno mucho más «saludable» para este tipo de mer-

cado. Por otra parte mercados como los préstamos mezzanine podrían quizás desarrollarse mejor acompañados de mecanismos de titulización que ahora casi no existen.

#### 6.4. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO

El gobierno español también tiene actividad en el préstamo participativo o «mezzanine» que, siendo subordinado, suele ser equiparado a capital. El principal organismo, pero no el único, que gestiona préstamos participativos es ENISA, cuyos recursos han sido considerablemente incrementados en los últimos años. En 2010 la cartera de préstamos de ENISA era de 216, 5 millones de euros, casi un 60 por ciento más que en 2009,





que a su vez había crecido un 38 por ciento respecto 2008. Previsiblemente el impacto de la crisis en la morosidad de los préstamos participativos será elevado y, previsiblemente también, debería impulsar cambios en la gestión del modelo de los préstamos participativos que se practica en España. Se trata de un nivel de actividad todavía modesto que podría tener bastante recorrido en el futuro, particularmente si el modelo se moderniza, adapta y extiende a operadores privados como parece buscarse en otros países.

El modelo del préstamo participativo todavía no ha encontrado una gran aceptación en los países de la UE –exceptuando Alemania–, y España no es una excepción pese al claro interés que suscita la figura en instancias públicas. El sector financiero privado en España no se ha interesado realmente por la figura aunque los instrumentos del *Entrepreneurship and Innovation Program* (EIP) promueven el préstamo «mezzanine» a través de las líneas de garantías SMEG que cubren las Inversiones de capital o cuasi-capital y también las titulizaciones de préstamos mezzanine. No obstante a mediados de 2011 el FEI no había efectuado todavía ningún convenio relativo a préstamos mezzanine. Según las estimaciones publicadas por la UE (2008) el volumen total de mezzanine contratado en 2006 fue de 7,300 millones de euros. En algunos países, como Alemania, el préstamo mezzanine se aplica a empresas relativamente consolidadas y en especial para operaciones de «buy-out».

Los créditos mezzanine o préstamos participativos, constituyen un mercado que podría ser revitalizado y promocionado con mecanismos de garantía y titulización. Su desarrollo debería pasar por mayor profesionalización de las enti-

dades públicas que gestionan los préstamos, de forma que cuenten con capacidad técnica no solamente para evaluar los riesgos de cada proyecto sino para colaborar eficazmente en la gestión de la empresa. Para que el sector privado se interese en la figura del préstamo participativo debería tener algún papel en los órganos de dirección de la empresa.

### 6.5. CAPITAL RIESGO EN LA CRISIS

El capital riesgo suele ser considerado un dispositivo particularmente bien adaptado para proporcionar fondos propios a empresas innovadoras en fase de creación o nacidas recientemente. Tras un período 2001-2007 de crecimiento acelerado de las inversiones de capital privado en el conjunto de la UE, la inversión se desplomó a partir de 2009. Los fondos generados en 2010 fueron únicamente el 20 por ciento de los fondos de 2008. El grueso del crecimiento de la inversión de capital privado en los años de expansión tuvo lugar en el segmento de adquisiciones. El segmento de capital privado invertido en la modalidad de capital riesgo –o *venture capital*– se vio afectada en menor medida, aunque la cifra de inversiones de 2010 se redujo a la mitad de la inversión de 2008 (EVCA, 2011). En 2010 el capital riesgo suponía únicamente el 4,3 por ciento del capital privado invertido en España y el 8,8 en EU (Cuadro 5). En 2010 se aprecia una importante recuperación de las operaciones de adquisiciones respecto al año anterior tanto en Europa como en España, pero esa recuperación no afecta a la inversión en capital riesgo (semilla, arranque y crecimiento) que aun descendió en 2010 respecto de 2009 en Europa y España.

**CUADRO 5. DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES EN CAPITAL PRIVADO  
POR FASE DE DESARROLLO EN 2010**

Distribución de las inversiones en capital privado por fase de desarrollo en 2010		
Fase de desarrollo	España	Europa
Semilla	0,04%	0,29%
Start-up	1,87%	4,38%
Capital riesgo estadio avanzado	2,37%	4,16%
Total capital riesgo/capital privado	4,28%	8,82%
Crecimiento	17,33%	14,64%
Rescate	0,03%	1,15%
Reemplazamiento	2,40%	4,46%
Adquisición	75,96%	70,92%
Capital privado total	95,72%	91,18%
Inversión total capital riesgo y privado	100,00%	100,00%

Fuente: EVCA Yearbook 2011.

El grueso de los fondos de capital riesgo en España se encuentra vinculado al sector público. Tres ministerios gestionan fondos de capital riesgo de apoyo a la creación y desarrollo de nuevas empresas innovadoras. Los más representativos son: el Ministerio de Ciencia e Innovación por medio del CDTI, el Ministerio de Industria Turismo y Comercio a través de ENISA, y el Ministerio de Economía por medio de Axis-ICO. Pese a ello la proporción de inversión en capital riesgo respecto del total de inversión de capital privado es la mitad en España que en la UE.

La disponibilidad de capital para la financiación de la creación y las fases tempranas de las empresas innovadoras va a seguir siendo un tema fundamentalmente público en los próximos años en Europa. De acuerdo con informes del FEI-EVCA (2011) las inversiones de fondos de capital riesgo se encuentran en rentabilidad negativa en una perspectiva de 10 años y solamente alcanzarían reducidos valores positivos en una perspectiva de 20 años. En cambio las inversiones de capital privado en adquisiciones presentan altas tasas de retorno.

La dificultad para rentabilizar la inversión en capital-riesgo se complica aun más en España por la debilidad relativa de la capacidad inno-

vadora en emprendedores y empresas españolas. El importante esfuerzo público en promover la investigación y la innovación en los años anteriores a la crisis se traslada muy lentamente a la innovación efectiva, es decir, aquella que logra un impacto apreciable en la competitividad. Habría que examinar a fondo el diseño y los canales de la política de innovación en España para intentar identificar dónde se bloquea la traslación al mercado de los esfuerzos innovadores.

Un aspecto observable y cuestionable en la políticas de I+D+i en España es la vía indirecta de aproximación al establecimiento de estímulos innovadores empresariales. Los programas de financiación de la innovación no suelen dirigirse directamente a las empresas, sino a los laboratorios y centros públicos de investigación aplicada e innovación, que a su vez contratan con empresas. La fórmula directa de entregar vales de innovación –*vouchers*– a las empresas para que contraten servicios de innovación en sus propios términos no ha sido ensayada todavía al menos a escala significativa. Convendría ensayar esta u otras fórmulas parecidas que permitan a las empresas seleccionar a sus proveedores de conocimientos y soluciones tecnológicas y establecer claramente sus necesidades y condiciones.

## 7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Las condiciones económicas y políticas que han determinado los mecanismos de crédito a las empresas en los años anteriores a la crisis financiera de 2008 han cambiado radicalmente, y parece muy improbable que a medio plazo vuelva a darse una situación de abundancia de crédito y de capital en busca de inversión parecida al período anterior.

La información existente indica que durante los años anteriores a la crisis las empresas contaron con niveles de financiación bancaria elevados. El problema es determinar en qué medida los programas públicos de fomento de la financiación son eficientes, si realmente corrigen un fracaso de mercado, y si deberían introducirse cambios. No es muy arriesgado conjeturar que serán necesarias adaptaciones importantes tras el cambio institucional financiero que se vislumbra dada la menor exposición al riesgo que la normativa de Basilea –y la experiencia de la crisis– van a permitir a las entidades financieras. Las empresas tendrán que contar con más capital y menos deuda en su estructura financiera.

El objetivo de los programas públicos no debe ser aumentar la financiación en sí, independientemente de su finalidad, sino permitir a las empresas eficientes acceder a recursos para mejorar su capacidad innovadora y competitiva. La evaluación de los instrumentos financieros públicos debería reali-

zarse con esos indicadores y no únicamente computando la cantidad de fondos a disposición del programa, como se ha hecho con frecuencia. Por ejemplo, a pesar de la abundancia de crédito bancario, los indicadores básicos de competitividad (capacidad innovadora y capacidad exportadora) no detectan grandes mejoras en el conjunto del colectivo empresarial español a lo largo de los buenos años anteriores a la crisis. En 2010 España figuraba en el tercer y penúltimo grupo de países innovadores de la UE (EC, 2011), sin mejoras relativas a lo largo del tiempo. Y desde la perspectiva, ha llegado a presentar el segundo déficit comercial mayor del mundo tras Estados Unidos (casi 50.000 millones de euros en 2010 y el 4,5 por ciento del PIB) y una tasa de cobertura del 70 por ciento. Por tanto, la abundancia de crédito apenas ha tenido impacto en lo fundamental.

Según la Comisión Europea, en 2010 las Pymes españolas sufrían mayores problemas de acceso a la financiación que sus homólogas comunitarias (Cuadro 6). La posición de las empresas españolas tras la crisis es desfavorable en obtención de garantías, el acceso a programas públicos, la disponibilidad de los bancos a prestar, el tiempo de cobro de facturas, y los diferenciales de interés para los préstamos por debajo del millón de euros. En España, los intereses para préstamos a Pymes menores de un millón de euros soportan un interés el 40 por ciento mayor que las empresas grandes.

CUADRO 6

Diferencias entre España y la media UE en acceso a la financiación de las Pyme. Encuesta 2010		
	España	media UE
Solicitudes de préstamo no aceptadas, 2009, %	31	23
Acceso a financiación pública incluyendo garantías, 2009, % que indican deterioro	47	22
Disposición bancos a prestar, 2009, % que indican deterioro	57	30
Diferencial tipo interés préstamos pequeños respecto grandes, %	40,48	23,98
Plazo de cobro, 2010, días	103,33	54,02
Facturas impagadas, 2010, % ventas	2,5	2,78
Inversiones capital-riesgo, 2009, % PIB	0,004	0,014
Protección legal, 2011	6	6,81
Profundidad índices información crédito, 2011	5	4,47
Fondos estructurales dedicados a Pyme, 2007-13, % total	8,8	22
FEADER destinado creación empresas 2007-13, %	0,47	2,29

Fuente: EC (2011) SBA Fact Sheet Spain 2010/2011.



Esos datos deberían convencer a los *policy-makers*, que deben reexaminarse los programas de acceso a la financiación con criterios de eficiencia en sus resultados y proceder a las reformas necesarias. El proceso de reformas estructurales forzado tras la crisis probablemente llevará también a examinar aquellas partidas presupuestarias destinadas a programas de financiación y al diseño de los propios programas.

Algunas medidas podrían mejorar los resultados del sistema de apoyos públicos a la financiación empresarial sin necesidad de cambios regulatorios de profundidad, ni del visto bueno de las instancias de la UE. Convendría actuar al menos en los siguientes ámbitos:

- Reducir la fragmentación y descoordinación del actual conjunto de instrumentos públicos.
  - \* Mejorar y sofisticar los sistemas de garantías públicas a las Pymes. Tanto los proyectos innovadores como los proyectos de exportación e internacionalización deberían poder ser priorizados.
- Asegurar la competencia en el mercado bancario de créditos a Pymes y orientar el crédito bancario hacia actividades avanzadas y con mercados en expansión.
- Ayudar a las jóvenes empresas a través de mecanismos de mercado, no con subvenciones que estimulan la búsqueda de rentas y deterioran los incentivos a innovar.
- Reorientar y sofisticar los mecanismos de titulización.
- Reducir los plazos de pagos de facturas.
- Promocionar leasing y factoring.
- Mejorar las técnicas de «rating» o de estimación del riesgo a todos los niveles, en particular en proyectos innovadores.
- Garantizar una adecuada protección a los acreedores.
- Establecer un programa de vales de innovación (vouchers) para las Pymes.

Actualmente el mismo instrumento (p.e. capital riesgo) es ofertado desde tres o cuatro ministerios. Lo mismo ocurre con préstamos y subven-

ciones. Se ganaría en eficiencia si todos los instrumentos de acceso a la financiación fueran gestionados con mayor coordinación bajo un organismo responsable único, que debería asegurar la transparencia y responder de la eficiencia de su gestión (no de su eficiencia obteniendo fondos, sino de su eficiencia gastándolos).

Un factor que puede influir en el grado de racionamiento crediticio es el nivel de competencia entre entidades bancarias. La dispersión de los tipos de interés aplicados así como la rapidez con que se ajustan a los cambios en el tipo de interés básico constituyen indicadores del poder de mercado que pueda tener el sector bancario. Considerando que las Pymes españolas tienden a tratar con un solo banco y que la frecuencia de cambiar de banco es relativamente baja, es fácil deducir la existencia de cierta captura de los bancos de la clientela de Pymes. Cuanto más débil sea la competencia entre bancos menores incentivos tienen en financiar proyectos de mayor riesgo, ya que con su clientela fija tienen aseguradas sus ganancias sobre operaciones normales. El paso a financiar proyectos de mayor riesgo comporta también la adopción por parte del banco de métodos más sofisticados de cálculo del riesgo. Una forma de introducir mayor competencia en el sector de préstamos a empresas es autorizar o estimular la entrada de operadores no bancarios –pero debidamente supervisados– que podrían ampliar la oferta de deuda «mezzanine» o préstamos participativos.

En la situación de estancamiento competitivo de la economía productiva española sería crucial dirigir créditos hacia nuevas y jóvenes empresas que nazcan en sectores de futuro o estratégicos como las actividades relacionadas con el ahorro de energía, agua y otros recursos limitados o contaminantes (Callejón y Castany, 2008). España debería ser una potencia mundial, por ejemplo, en gestión turística en diversas líneas –recursos naturales, patrimonio histórico, gastronomía avanzada y servicios médicos, entre otros– y en actividades relacionadas con la agricultura sostenible y la alimentación. Las Pymes deben adquirir capacidades en la vertiente de gestión medioambiental de sus operaciones, y en la



adopción de los estándares más avanzados existentes.

Una intervención pública para mejorar la concesión de créditos más arriesgados (empresas jóvenes e innovadoras) podría implicar los siguientes pasos:

- Estimular a los bancos a reservar un contingente de crédito a las Pymes (crédito orientado).
- Estipular condiciones de crédito mejores que el mercado (préstamo bonificado).
- Reducir el riesgo soportado por los bancos tomando para los organismos públicos una parte de las pérdidas incurridas en caso de impago (préstamo garantizado).

El tercer tipo se adapta bien a las empresas jóvenes e innovadoras de alto riesgo pero sin colateral (servicios, software, patentes, activos inmateriales). Hay que ayudar a las empresas que buscan acceso a financiación con planes más elaborados de sus expectativas y factores en que se apoyan. Las barreras y el encarecimiento del crédito bancario debido a «asimetrías de información» entre las partes contratantes podría reducirse significativamente si las empresas demandantes de créditos presentaran sus proyectos en mejores condiciones de calidad y transparencia. El factor más difícil de tratar en una operación de préstamo bancario es el riesgo del proyecto. Pero también es evidente que si el cálculo del riesgo fuera sensato, la buena gestión bancaria requiere poner límites al riesgo que se acepta.

Como se ha indicado en el texto los instrumentos de titulización pueden ser muy útiles si recuperan confianza, ganan en transparencia, y estructuran activos de alto interés futuro como los préstamos participativos ofrecidos por instituciones privadas no necesariamente bancarias.

En España los periodos legales y reales del pago de facturas son más amplios que en otros países y tal factor es siempre mencionado como altamente problemático por las empresas. De acuerdo con un estudio de Intrum Justitia, European Index, 2006, los plazos de pago en

España son de 82,1 días solamente por detrás de Italia (98,3) y Portugal (85,6). En los países escandinavos el plazo se sitúa siempre por debajo de los 35 días. Se trata de una cuestión clave porque según la Comisión Europea (Kremp, 2006) el retraso en los cobros provoca uno de cada cuatro quiebras de empresas. El gobierno puede mejorar la financiación empresarial dando ejemplo de recorte de plazos de pago, logrando un efecto demostración que influiría en el resto de sectores.

También habría que estimular la adopción por las empresas de instrumentos externos profesionalizados de la gestión del cobro de la facturación (factoring) con estímulos fiscales; con la posibilidad de reducir los costes de cobro.

Existe consenso internacional en la conveniencia de mejorar las técnicas de estimación del riesgo en instituciones públicas y privadas. Se trata de afinar mejor la tarificación de la prima de riesgo, es decir que las instituciones bancarias puedan aproximar mejor el riesgo en la tarificación de su crédito. El banco de España debería desarrollar métodos de «rating» del riesgo para todo tipo de Pymes y hacerlos públicos.

Si la legislación de quiebra empresarial resulta poco protectora de los acreedores, el riesgo asumible *ex ante* por la institución crediticia queda limitado y recortado por las posibilidades de recuperación *ex post* del préstamo y los prestamistas tenderán a solicitar mayor colateral en sus operaciones de préstamos. La ley concursal de 2003 y su posterior modificación en 2009, ha modernizado la normativa española en situaciones de suspensión de pagos o quiebra empresarial y ha representado ya un avance. Según un estudio realizado para Francia (Cherbonnier, Épaulard et Payet, 2006) un aumento del 3% en la tasa de recuperación de préstamos tras un proceso concursal implicaría un alza del 3,5% de la actividad crediticia «arriesgada».

Si la legislación de quiebras ofrece una protección demasiado limitada a los acreedores, es decir si la cantidad recuperada tras el concurso



es relativamente pequeña, con mayor seguridad para el prestamista los bancos estarían dispuestos a financiar proyectos de mayor riesgo, reduciendo de esa forma el «racionamiento» crediticio.

En España las ayudas a la innovación a las Pymes del Programa Nacional de I+D+i no aparecen suficientemente identificadas. Sería conveniente que se estructure y clarifique mejor las ayudas a la I+D+i a las Pymes y los mecanismos por los que se asegure su acceso a conocimientos útiles y demandados por las propias empresas (Callejón y García-Quevedo, 2011). Habría que experimentar urgentemente con el establecimiento de un programa de «vales» a la innovación para Pymes, de forma que las empresas puedan contratar servicios de quien mejor les convenga y atienda.

## BIBLIOGRAFÍA

- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (2006): «Bank concentration, competition, and crises: First results», *Journal of Banking and Finance*, 30 (5), 1581-1603.
- BRITO, P., MELLO, A. (1995): «Financial constraints and firm post-entry performance», *International Journal of Industrial Organization*, 13(4), 543-565.
- CALLEJÓN, M (2007): «Las políticas públicas de apoyo a las pyme: instrumentos Financiero», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n 90, pp. 6-15.
- CALLEJÓN, M.; CASTANY, L. (2008): «Iniciativa emprendedora, innovación y competitividad», *Boletín Económico del ICE*, n. 841, pp. 7-28.
- CALLEJÓN, M.; GARCÍA-QUEVEDO, J. (2011): «Nuevas tendencias en las políticas de innovación», *Papeles de Economía Española*, vol. 127, pp. 176-192.
- CHERTOK, G., DE MALLERAY, P. y POULETTY, P. (2009): «Le financement, des PME, La Documentaaris»
- CSES CENTRE FOR STRATEGY & EVALUATION SERVICES (2011): Final Report of the Entrepreneurship and Innovation Program-  
me. [http://ec.europa.eu/cip/files/docs/final-evaluation-of-eip\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/cip/files/docs/final-evaluation-of-eip_en.pdf)
- EC (2011): SME's Access to Finance. Survey 2011. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2011\\_safe\\_analytical\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2011_safe_analytical_report_en.pdf)
- ECB (2007): *Corporate finance in the euro area*, ECB Occasional Paper Series, 63.
- ECB (2011): Data of the SME access to finance survey (SAFE) <http://www.ecb.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>
- ECB (2011): Financing obstacles faced by euro area small and medium-sized enterprises during the financial crisis, *Financial Stability Review*, June 2011, pp.134-140.
- EVCA (2011): Yearbook 2011.
- GARCÍA TABUENCA, A., CRESPO, J.L. (2005): *Estudio sobre la incidencia del sistema español de garantías recíprocas y refianzamiento en la eficiencia de las pyme, 1996-2003*.
- GARCÍA TABUENCA, A., DE JORGE MORENO, J. y PABLO MARTÍ, F. (2004): *Emprendedores y espíritu empresarial en España*, Fundación Rafael del Pino, Madrid.
- ICO (2011) *Informe Anual*, 2011, Madrid
- KELLY, R., KRAEMER, H. (2011). *European Small Business Finance Outlook*. EIF Working Paper 2011/10. June 2011.
- MÜELLER, E., ZIMMERMANN, V. (2009). «The importance of equity finance for R&D activity», *Small Business Economics*, 33, 303-318.
- OECD (2005). *Manual de Oslo*, París.
- PÉREZ F. et al, (2011): *Crecimiento y Competitividad*. Fundación BBVA, Madrid.
- SEGARRA, A., TERUEL, M., VIDAL, A., ALARCÓN, S. (2010): *Creixement i restriccions financeres a les empreses industrials de Catalunya*, Departament d'Economia i Finances, Generalitat de Catalunya, Barcelona.
- SEPI (2010): *Encuesta sobre Estrategias Empresariales*, Fundación SEPI, Madrid.
- VOGEL, R., ADAMS, D. (1997): «Costs and benefits of loan guarantee programs», *The Financier*, vol. 4, pp. 22-29.



### ABREVIATURAS UTILIZADAS

BCE	Banco Central Europeo.	EU	<i>European Union.</i>
BEI	Banco Europeo de Inversiones.	FEI	Fondo Europeo de Inversiones.
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.	FIP	Programa para la Iniciativa Empresarial y la Innovación.
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.	FTPYME	Programa Fondos de Titulización para la financiación de la Pymes.
CE	Comisión Europea.	GIF	The high growth and innovative SME facility.
CIP	Programa Marco para la Innovación y la Competitividad.	ICO	Instituto Oficial de Crédito.
ECB	European Central Bank.	MIC	Ministerio de Industria y Comercio.
<i>EIP</i>	<i>Entrepreneurship and Innovation Program.</i>	PIB	Producto Interior Bruto.
EIP	Iniciativa Empresarial y la Innovación	PYME	Pequeña y Mediana Empresa.
ENISA	Empresa Nacional de Innovación.	SAFE	The Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises of the European Central Bank.
ESEE	Encuesta sobre Estrategias Empresariales.	SMEG	The SME guarantee facility.
		UE	Unión Europea.







# EL MODELO DE GARANTÍAS DE CRÉDITO Y REAFIANZAMIENTO: ALCANCE DE SU EFICIENCIA Y RETOS<sup>1</sup>

Clara Cardone-Riportella  
Universidad Pablo de Olavide  
Anahí Briozzo

Universidad Nacional del Sur (Argentina)

## RESUMEN EJECUTIVO

Los esquemas de garantías de crédito se encuentran entre los diferentes mecanismos existentes para resolver los problemas financieros de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMEs). La Ley 1/94 introdujo importantes reformas en el sistema español, entre las que destacan: i) la reducción del coste de la garantía; ii) el incremento del mínimo de capital requerido y iii) la promoción del sistema de reaseguro. Paralelamente, el sistema financiero se ha visto afectado por la entrada en vigor del acuerdo de Basilea II (BII), y más recientemente el acuerdo de Basilea III (BIII), con el consabido impacto sobre los protagonistas del mercado del crédito, esto es la entidad financiera (EF), la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y la PYME. El trabajo que presentamos pretende evaluar el impacto del cambio de regulación introducido por la mencionada ley, inmerso en el nuevo entorno adaptado por el regulador a las normas de Basilea.

**Palabras claves:** Financiación de la PYME – Sociedades de Garantía Recíproca – Reafianza-

miento – Capital Regulatorio – Acuerdos de Basilea (II y III).

## 1. INTRODUCCIÓN

Las PYMEs que no disponen de garantías suficientes para acceder al mercado del crédito en condiciones competitivas, pueden mejorar su situación relativa a través de una actuación conjunta con otras empresas en igualdad de circunstancias. Las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGRs) son intermediarios financieros que persiguen este objetivo a través del sistema de garantías de crédito.

En 1995, fecha en que entró en vigor en España la ley 1/94, nos preguntábamos (Cardone, 1995) si la intervención de una SGR representaba una mediación efectiva a la hora de solucionar parte de los problemas financieros de las empresas de menor tamaño, derivados, entre otros, de las asimetrías informativas existentes en el mercado del crédito. Nos cuestionábamos si dicha garantía contribuía a incrementar el crédito disponible; a reducir el coste del crédito; o simplemente facilitaba el acceso al crédito. Entre las principales conclusiones observamos que: i) las micro y pequeñas empresas tenían incentivos para utilizar el sistema de garantía toda vez que el coste del mismo se compensara con una reducción en el tipo de interés, superior a dicho coste, mientras que, ii) las medianas empresas carecían

<sup>1</sup> Este trabajo se ha realizado parcialmente con el apoyo financiero del Ministerio de Educación (Proyecto 2011/00030/001) y la Junta de Andalucía (Proyecto de Excelencia P09-SEJ-4467). Si bien las autoras agradecen la colaboración recibida de Víctor M<sup>a</sup> Ibarreche Asúa, Consejero Delegado de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) y de Andrés de la Riva Sanchís del Servicio de Estudios del Banco de España, las opiniones aquí volcadas son responsabilidad de las mismas.



de tales incentivos dado que el coste del aval superaba significativamente la reducción del tipo de interés aplicada por la EF. Quedó de manifiesto que la SGR, lejos de resolver los problemas de asimetrías informativas, en ocasiones solo permitía el acceso al crédito, a veces en condiciones no tan competitivas.

El porcentaje de PYMEs que utilizaba el sistema de garantías para acceder al mercado del crédito español representaba un escaso 2% del total de PYMEs existentes. Entre las razones que subyacían en el escaso porcentaje de utilización del sistema, se encontraban: i) la falta de confianza de la EF (en sus orígenes existía una marcada lentitud en los procedimientos de las SGRs, lo que unido a, en ocasiones, una mala gestión administrativa, llevó al órgano regulador, el Banco de España, a incluirlas como intermediarios financieros controlables); y ii) los elevados costes de oportunidad que suponían, básicamente, las aportaciones a las Contribuciones al Capital Compartido y al Fondo de Necesidades Técnicas.

Desde entonces se han producido dos cambios relevantes en el mercado del crédito que afectan a las PYMEs, cuyo impacto nos proponemos analizar. Por un lado, se trata de un cambio de efecto directo, esto es, la puesta en marcha de las modificaciones introducidas por la Ley 1/94, tales como: i) la reducción del coste de la garantía; ii) el incremento del mínimo de capital compartido, y iii) la promoción del sistema de reaseguro. Por otro lado, se dio un cambio de efecto indirecto, esto es, la puesta en marcha del Acuerdo de BII (junio de 2004) y más recientemente, la adopción parcial del Acuerdo de BIII. La aplicación de estos acuerdos aumentó la preocupación, básicamente de la PYME, de la EF, y del regulador, acerca del efecto que ejercerían en la política crediticia. Uno de los objetivos de BII fue establecer requerimientos de capital más sensibles al riesgo, lo que aumenta la prima de riesgo que la EF traslada a la PYME, incrementando los tipos de interés aplicados a ésta y, por ende, ahondando en los consabidos problemas de financiación (Cardone y Trujillo, 2007).

Tras esta introducción, la sección 2 analiza las condiciones del mercado de crédito para las PYMEs, a la vez que se comentan algunos aspectos

relevantes de la regulación y funcionamiento del sistema de garantías existente en la Unión Europea (UE) y en España. La sección 3 analiza algunas características relevantes del sistema de garantías de crédito y del sistema financiero. La sección 4 resume las principales conclusiones y realiza algunas reflexiones sobre la situación actual y futura del sistema de garantías en el mercado español. Finalmente, la sección 5 está dedicada a presentar las referencias bibliográficas.

## 2. MERCADO DEL CRÉDITO Y EL SISTEMA DE GARANTÍA

La relevancia de las PYMEs en la economía europea y española se ve reflejada en los siguientes datos. En la UE, 20,7 millones de empresas no financieras son PYMEs (lo que representa el 99% de las empresas existentes), de las cuales el 94% son micro-empresas con menos de 10 empleados que generan casi la tercera parte de los puestos de trabajo (65 millones de empleos). Paralelamente, representan la tercera parte del volumen de ventas y cerca de la mitad del volumen de importación y exportación. Entre el año 2002 y el año 2008, el número de PYMEs creció un 13%, mientras que las empresas de gran tamaño solo crecieron un 5%. A su vez, el empleo aumentó a una tasa anual de 1,9% en el sector PYME, frente a un 0,8% presentado por las grandes empresas (European Commission, 2009a). En España, las PYMEs ascienden a 2,69 millones (de las cuales 92% son micro-empresas). Las mismas generan el 78% de los puestos de trabajo (superior a la media europea, que es un 67%). A su vez ellas crean el 68% del valor agregado (también superior a la media europea, de 58%), según datos de European Commission (2009b).

El acceso a la financiación es la preocupación más importante para el 19% de las PYMEs europeas, especialmente para las micro-empresas. Según informes del IDEA (2003), las dificultades se reflejan en i) los indicadores de las restricciones financieras; ii) problemas de acceso al crédito bancario; iii) diferencias dentro de la misma UE; iv) factores específicos del sistema de finan-

ciación de cada país; v) influencia del entorno económico y, finalmente, vi) la interdependencia de las restricciones financieras<sup>2</sup>. Frente a estas limitaciones, los países miembros de la UE han realizado una serie de actuaciones entre el año 2007 y el año 2009 relacionadas con los diez principios de apoyo a PYMEs enumerados en la *Small Business Act for Europe* (2008). El 20% de dichas actividades fueron encaminadas a mejorar el acceso a la financiación de estas empresas.

Entre los mecanismos desarrollados por el sistema financiero español para facilitar la búsqueda de financiación en condiciones competitivas para las PYMEs destacan: i) Líneas especiales de financiación con tipos de interés subvencionados por el gobierno a través de acuerdos firmados con los intermediarios financieros, por ejemplo a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO); ii) el recientemente lanzamiento por parte de Bolsas y Mercados de España (BME), bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para las empresas en expansión, y iii) desde hace más de 30 años, el Sistema de Garantía Recíproca, objeto de este estudio.

La UE impulsa desde 1991 los esquemas de garantía recíproca. La Directiva de la Comisión Europea SEC (91) 1550 del 5 de septiembre de 1991, estableció la necesidad de apoyar los esquemas de garantía mutua, a la vez que resaltaba el desigual desarrollo de la SGR en los diferentes estados miembros (Camino and Cardone, 1999). Un año más tarde, en 1992, se crea la Asociación Europea de Caucción Mutua (AECM) por iniciativa de las Asociaciones de Caucción Mutua de Alemania, Bélgica, Francia, Italia y España, con el fin de representar los intereses de sus

---

<sup>2</sup> El análisis de la intermediación bancaria permite conocer la habilidad de la EF para acceder a información de sus clientes a la vez que permite conocer otro tipo de relaciones existentes más allá de la relación meramente contractual. Autores como Petersen and Rajan (1994, 1995, 2002) y Berger and Udell (1995), entre otros, fueron pioneros en el estudio del impacto de estas relaciones (*banking relationships*) en la financiación y disponibilidad de crédito. En España Hernández y Martínez (2005), Casasola y Cardone (2009), *inter alia*, han abordado este tema.

miembros.<sup>3</sup> Actualmente la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR) ocupa la vice-presidencia de la AECM. En 1994, se crea el Fondo Europeo de Inversiones (FEI)<sup>4</sup>, organismo clave en la concreción de los sistemas de reafianzamiento de los avales otorgados a las PYMEs a través de las SGRs. En 1998, la Dirección General de Empresas de la UE, comienza a desarrollar programas para el apoyo de sistemas de garantía mutua y firma acuerdos con la AECM para divulgar el mecanismo de estos intermediarios financieros. Finalmente en 2007, la Comisión Europea decidió financiar el 50% del coste de los siguientes estudios: i) viabilidad sobre la creación de SGR; ii) establecimiento de SGR; iii) intercambio de buenas prácticas (IDEA, 2003).

El sistema de garantía español es privado, siendo la SGR la que cumple la función de intermediaria<sup>5,6</sup>. En España, el funcionamiento de las SGRs se encuentra regulado por la Ley 1/1994, sobre Régimen Jurídico de las SGR, la Circular 5/2008 del Banco de España y, a los efectos del riesgo de crédito, por el anexo IX de la Circular 4/2004 del Banco de España, modificada por la Circular CBE 3/2010 ([www.bde.es/bde.es/supervision/regulacion/auxiliares.html](http://www.bde.es/bde.es/supervision/regulacion/auxiliares.html)). Cabe destacar que en el sistema español, la SGR cubre el 100% del riesgo (en el resto de Europa se cubre solo el 80%).

En el año 2010 operaban en España 23 SGRs, de las cuales 20 eran de ámbito regional y tres de

---

<sup>3</sup> Actualmente casi todos los países de la UE son socios de Pleno Derecho de la AECM.

<sup>4</sup> Son socios del FEI: el Banco Europeo de Inversiones (BEI), la UE a través de la Comisión, los bancos y entidades financieras europeas.

<sup>5</sup> Los esquemas mutuos de garantías (esquemas privados), se organizan a través de intermediarios, las SGR privadas que otorgan las garantías a favor de la PYME. Estos sistemas están basados en la «mutualización», que resulta más beneficioso para la evaluación del prestamista en la medida que ayuda a resolver los problemas de asimetría informativa. La mutualización del riesgo permite que grupos de empresas privadas compartan el riesgo de crédito de sus prestatarios, suministrando capital al sistema, aportación que permite apalancar la operación.

<sup>6</sup> Las SGRs nacieron en 1978 reguladas por la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. Como auxiliares financieros, su regulador es el Banco de España, que verifica el cumplimiento de las normas por él impuestas, mientras que la Compañía Española de Reaseguro S.A. (CERSA) controla más directamente el funcionamiento de las mismas al ser el órgano que asume la mayor parte del reaseguro.



carácter sectorial. En conjunto, las SGRs contaban con una red de 73 sucursales y un riesgo vivo cercano a los 6.500 millones de euros. El gobierno regional de las diferentes Comunidades Autónomas (CCAA) controlaba más del 24% de los recursos de las SGRs existentes a esa fecha (Informe Económico, Banco de España, 2010).

Las principales características de las garantías otorgadas por las SGRs españolas se muestran en el cuadro 1, que vuelca información del año 1994 (antes de la entrada en vigor de la nueva regulación); del año 2004, ya puesta en marcha la reforma legal de 1994, y del año 2010, información que además recoge el impacto de BII. Las características de las garantías otorgadas por las SGRs son similares en el año 2004 y en el 2010, mientras que ambos años difieren de las características presentadas en el año 1994, año previo a la puesta en marcha de la reforma del sistema.

Son empresas beneficiarias de avales financie-

ros aquellas que pertenecen al sector servicios, seguidas por aquellas que pertenecen al sector industrial, al menos en el 2004 y 2010. Las entidades financieras beneficiadas son básicamente las Cajas de Ahorro, seguidas de los Bancos Públicos y Privados, según el año observado. El objetivo de las garantías es principalmente avalar créditos de inversión, seguidas de garantías financieras o técnicas según el año observado. Conseguir el aval de un crédito de inversión es precisamente la necesidad prioritaria de las PYMEs. Cabe decir en este punto que originariamente las SGRs cubrían el riesgo de crédito y el riesgo técnico. Este último deja de cubrirse a partir del año 1996.

Finalmente, cualquiera sea el año analizado, los avales se conceden mayormente para operaciones que superan los tres años. Siete años ha sido una constante en el sistema como plazo para el reintegro del crédito.

**CUADRO 1. CARACTERÍSTICAS DE LAS GARANTÍAS OTORGADAS POR LAS SGRs (en porcentajes)**

AÑO	1994	2004	2010 (*)
<b>DISTRIBUCIÓN POR SECTOR</b>			
Industrial	38,0 %	28 %	27%
Primario	4,7 %	3 %	3%
Comercio	15,9 %	16 %	16%
Servicios	28,6 %	37 %	36%
Construcción	12,8 %	16 %	18%
<b>INSTITUCIONES</b>			
Cajas de Ahorro	31,7 %	35 %	44%
Bcos. Públicos y otras Instituciones	14,5 %	23 %	18%
Bcos. Privados	47,4 %	22 %	19%
Otras Instituciones	6,5 %	20 %	11%
<b>OBJETIVOS DE LAS GARANTÍAS</b>			
Inversión		20 %	47%
Avales Técnicos	13,6%	24 %	16%
Garantías Financieras	86,4 %	11 %	18%
Otros Objetivos		5 %	16%
<b>PERÍODO DE LAS GARANTÍAS</b>			
Menos de 12 meses	8,0 %	3 %	1%
De 12 a 36 meses	13,2 %	16%	8%
Más de 36 meses	78,9 %	81 %	91%

(\*) Último disponible.

Fuente: Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR).

### 3. CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA DE GARANTÍAS Y DEL SISTEMA FINANCIERO

#### 3.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS SGRS EN ESPAÑA

Desde 1994, el número de SGRs en España ha permanecido relativamente constante (entre 21 y 24 SGRs), con algunos cambios menores en sus integrantes. Sin embargo, ha habido una ampliación del alcance geográfico, ya que en el 2010 solo había una Comunidad Autónoma sin SGR (La Rioja). Asimismo, el número de socios partí-

cipes (las PYMEs) pasó de 43.407 en 1994 a 106.266 en el año 2010, una variación que supuso un crecimiento del 150%. De estas empresas, el 93% poseen menos de 50 empleados. Según CEGAR, en el 2010 el impacto conjunto de los avales prestados por las SGRs se tradujo en la creación de 860.000 puestos de trabajo. Por otra parte, ha disminuido la concentración del sistema: el riesgo vivo captado en las tres SGRs más grandes cayó de un 68% en 1998, al 51% en el año 2010. El cuadro 2 resume algunas de las principales características del sistema de garantía, para el periodo 2006-2010, período que cubre años de pre crisis y crisis.

**CUADRO 2. EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS SGR EN EL PERIODO 2006-2010**

Característica	2006	2007	2008	2009	2010
Riesgo vivo por avales (mill. €)	4.826,4	5.584,0	5.938,8	6.524,3	6.534,4
Riesgo vivo por sector (mill. €)					
- Sector primario	122,5	133,5	145,0	163,7	165,7
- Industrial	1.113,6	1.290,5	1.343,6	1.655,0	1.651,8
- Construcción	749,1	876,4	1.359,5	1.306,1	1.281,9
- Comercio y servicios	2.841,2	3.345,4	3.090,7	3.399,5	3.435,0
Riesgo vivo por prestamista (mill. €)					
- Banca privada	974,3	1.086,3	1.159,5	1.260,5	1.261,6
- Caja de Ahorros	1.709,3	2.113,4	2.352,9	2.724,2	2.799,1
- Coop. de Crédito	337,9	413,7	464,6	701,2	734,3
- Otras EF	91,0	117,3	132,7	154,7	162,5
- Adm. Públicas	1.046,2	1.183,4	1.237,1	1.249,3	1.198,0
Riesgo vivo según naturaleza (mill. €)					
- Crédito y otros aplazamientos	3.512,3	4.166,5	4.468,5	5.143,6	5.263,6
- Avales técnicos	1.229,7	1.366,1	1.349,1	1.279,1	1.198,7
Financiación de actividades productivas (mill. €) (1)	781.644	943.086	1.016.948	991.363	990.337
Demanda de avales (mill. €)	3176,2	3620,3	3257,5	3954,8	2611,9
Avales concedidos/ solicitados	83,90%	84,50%	73,60%	68,00%	73,50%
Avales formalizados/ concedidos	84,70%	79,90%	93,30%	92,90%	91,40%
Riesgo total por avales reasegurado por CERSA/ Riesgo vivo total	40,21%	39,19%	39,76%	43,48%	44,37%
Ratio de dudosos	5,11%	6,46%	10,92%	12,60%	14,59%
Comisión media por aval	0,97%	0,92%	0,92%	0,84%	0,81%
Tipo de interés (2)	5,20%	6,32%	5,91%	4,24%	4,37%
Comisión/tipo interés	18,70%	14,60%	15,60%	19,80%	18,50%
Recursos propios computables/ Riesgo vivo	11,00%	10,78%	10,83%	10,41%	10,82%
ROE (Resultado ejercicio/Pat. Neto)	0,33%	0,39%	0,05%	0,06%	-0,26%

(1) Representa el crédito a otros sectores residentes, financiación de actividades productivas. Para el año 2010 es el promedio de los primeros tres trimestres.

(2) Tipo de interés de préstamos y créditos a sociedades no financieras hasta 1 millón de euros.

Fuente: Banco de España, Boletín Económico.



El crecimiento del riesgo vivo por avales se ha desacelerado significativamente a partir del año 2008.

La demanda de avales presenta un comportamiento cambiante, ya que si bien se recuperó en un 21% en el año 2009, muestra una fuerte caída en el año 2010. Estas variaciones no acompañan la evolución del crédito a sectores productivos para cada año: en el año 2008 la demanda de avales cayó aunque el crédito aumentó, e inversamente en el 2009 la demanda de avales subió si bien el volumen de crédito disminuyó<sup>7</sup>. Una lectura de este comportamiento cambiante de la solicitud de avales puede encontrarse en el hecho de que en el año 2008 la EF no demandaba avales a la hora de conceder créditos, relajando con ello las exigencias de solvencia empresarial. Inversamente, y ya en plena crisis, la EF disminuye el crédito, pero cuando lo concede, lo hace con mayores garantías para lo que solicita el aval, sobre todo si se trata de un prestatario de baja calidad crediticia.

El porcentaje de avales concedidos en relación a los avales solicitados cayó desde un nivel del 83,8% en el 2005, al 68% en el año 2009, observándose una leve mejoría en el año 2010. El ratio de avales formalizados<sup>8</sup> en relación a los concedidos llegó a su nivel mínimo en el año 2007 (79,9%), subiendo fuertemente al año siguiente (93,3%), con variaciones muy pequeñas desde entonces. Esto puede interpretarse como que, ante un empeoramiento de las condiciones financieras, las PYMEs incrementan la petición de avales para acceder al crédito. Simultáneamente, las expectativas negativas en el horizonte financiero llevan a solicitar menores niveles de crédito.

El riesgo total reasegurado por CERSA en relación al riesgo vivo se mantiene alrededor del

40%, evidenciándose un ligero aumento a partir del 2008. La comisión media por aval presenta una disminución, de un nivel de 0,97% en el 2006 a un 0,81% en el 2010, acompañando la caída de los tipos de interés, aunque en forma menos que proporcional.

La situación financiera deteriorada de las PYMEs ante la crisis se pone de manifiesto en la evolución del ratio de *créditos dudosos*<sup>9</sup>, el cual ha pasado de un 5,27% en el 2006 a un 14,6% en 2010, observándose el mayor incremento en el año 2008. Sin embargo, la solvencia del sistema no se ha visto afectada, ya que el ratio de fondos propios computables en relación al riesgo vivo se ha mantenido relativamente constante, alrededor del 11%. No debe olvidarse las aportaciones que las CCAA pueden hacer (o hacen) para mantener los índices de solvencia. En cambio, se observa un deterioro de la rentabilidad promedio de las SGRs, que en el año 2010 se ha tornado negativa.

Se observa que el sector está altamente concentrado. En el año 2010, las tres SGRs más grandes en tamaño han concedido el 48,3% de los Avales Formalizados. Cuando el cálculo se hace teniendo en cuenta el Riesgo Vivo, también son tres SGRs las que representan el 51%, a la vez que once de las 23 SGRs acaparan casi el 15%. Estos datos ponen de relieve una característica ya comentada en trabajos previos respecto a la falta de homogeneidad del sector (Informes Banco de España; Pérez, 2010).

Con el fin de visualizar la falta de homogeneidad del sector en el cuadro 3 se presentan datos de Elkargi y de Aval Madrid, dos de las SGRs de mayor tamaño en relación al Riesgo Vivo, y de Avalia y Sogapyme, dos SGRs del grupo de las más pequeñas. Comparando Elkargi con Sogapyme<sup>10</sup>, la primera tiene un número de socios partícipes 4,7 veces mayor, pero el importe de su Riesgo Vivo es 24,4 veces más grande. La cobertura de cada SGR, medida

<sup>7</sup> Nótese que el valor de la Financiación de actividades productivas del 2010 abarca sólo los tres primeros trimestres.

<sup>8</sup> Las concesiones de avales incluyen autorizaciones de límites cuyas formalizaciones se fraccionan posteriormente según su utilización, con una rotación a veces inferior al año. Esta operativa se relaciona con operaciones de aval técnico y de circulante.

<sup>9</sup> El Banco de España considera *créditos dudosos* a aquellos que presentan dudas razonables sobre su reembolso total (principal e intereses) en los términos pactados contractualmente.

<sup>10</sup> Ambas SGRs operan en una Comunidad Autónoma donde existe una segunda SGR.

como el porcentaje de PYMEs que son socios partícipes, varía significativamente para cada Comunidad Autónoma. La tasa de morosidad<sup>11</sup> es mayor en las más pequeñas, aspecto que es compensado con un mejor ratio de solvencia.

En síntesis, puede observarse que hasta el año 2008 las SGRs se encontraban en un periodo de gran crecimiento, y que al igual que otros sectores

de la economía española, también ellas han acusado un gran impacto de la crisis de los mercados financieros. Estos cambios han afectado el funcionamiento de las SGRs a distintos niveles tales como: i) la composición y nivel de la demanda de avales; ii) el otorgamiento de los mismos, y iii) la calidad de la cartera de activos, avalando probablemente aquellos créditos de menor calidad.

**CUADRO 3. COMPARACIÓN ENTRE SGRs PARA EL AÑO 2010**

Característica	ELKARGI	AVAL MADRID	AVALI A	SOGAPYME
Comunidad Autónoma	<b>País Vasco</b>	<b>Madrid</b>	<b>Aragón</b>	<b>Canarias</b>
Socios totales (cantidad)	11.494	8.324	3.418	2.013
Socios partícipes (cantidad)	11.460	8.261	3.372	1.982
Partícipes/ PYMEs CA (aprox.) (1)	9,8%	1,8%	4%	2%
Riesgo vivo por avales (mill. €)	1.311,6	594,8	150,4	51,6
Avales formalizados en el ejercicio 2010 (mill. €)	358	229,1	52,1	19,1
Patrimonio neto (mill. €)	49	59,5	11,9	7,2
Activo total (mill. €)	149	122	23,2	11,7
Tasa de morosidad (Saldo moroso / Riesgo vivo)	1,19%	2,71%	3,95%	3,72%
Ratio de fallidos (incobrables)	0,58%	Nd	3,69%	Nd
Ratio de solvencia	12,22%	12,35%	17,97%	14,88%
ROE (Resultado ejercicio/Pat. Neto)	5,55%	0%	2,41%	0,03%

*Nd: No disponible (1): Ratio de socios partícipes / Firms activas con hasta 250 empleados localizadas en la Comunidad Autónoma (CA) correspondiente, según el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) y considerando que esta base de datos contiene información de aproximadamente al 29% de las PYMEs de España.*

*Fuente: Memoria anual 2010 publicada por cada SGR en su sitio web.*

### 3.2. EL SISTEMA DE REAFIANZAMIENTO

El sistema de reafianzamiento (reaseguro) pretende disminuir el riesgo asumido por la SGR con el fin de que ésta pueda incrementar el volumen de garantías a las PYMEs, manteniendo adecuados niveles de solvencia.

La Compañía Española de Reafianzamiento, S. A. (CERSA) nace en 1994 por iniciativa públi-

ca, con el objetivo de apoyar el desarrollo del sistema de garantías, absorbiendo una parte del riesgo avalado por las SGRs<sup>12</sup>. CERSA (socio adherido a la Confederación Española de SGRs (CESGAR), reasegura las operaciones financieras, avaladas por las SGRs, en distintos porcenta-

<sup>12</sup> Se han desarrollado sistemas de Reafianzamiento en algunas Comunidades Autónomas con el fin de complementar la función de CERSA, por ejemplo entre el Gobierno del País Vasco y Elkargi SGR y Oinarri SGR

(<http://www.irekia.euskadi.net/es/news/6918-consejo-gobierno-aprueba-los-nuevos-convenios-reafianzamiento-entre-administracion-comunidad-autonoma-euskadi-las-elkargi-oinarri-acuerdo-del-consejo-gobierno-del-2011>).

<sup>11</sup> Dentro de los créditos dudosos se incluyen los créditos morosos, que son aquellos que tienen algún importe vencido, sea del principal, de los intereses o gastos pactados contractualmente, con más de tres meses de antigüedad.



jes según el tipo de operación. Cada SGR firma un acuerdo anual con CERSA por un importe máximo de garantías a conceder del orden de 625.000€. Las SGRs reciben un tratamiento personalizado en la medida que se le calcula a cada una un «índice de siniestralidad» que depende, entre otros baremos, del «grado de integración» en el tejido industrial de la Comunidad Autónoma a la que pertenece. El cuadro 4 muestra algunos aspectos relevantes de los convenios firmados por el Estado y CERSA hasta la fecha.

Antes de la firma de los contratos plurianuales entre el Estado y CERSA, los riesgos refinan-

ciados se cubrían a través de subvenciones anuales concedidas por del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI). Por ello, los riesgos no estaban cubiertos hasta su vencimiento, sino que anualmente esta cobertura dependía del presupuesto del IMPI. La firma de contratos plurianuales entre el Estado y CERSA dio más estabilidad al sistema. Actualmente, las SGRs firman los respectivos contratos anualmente, pudiendo ser renovados. La SGR debe asumir el 25% del riesgo, mientras que el 75% restante lo re-avalan CERSA (50%) y el FEI (25%).

**CUADRO 4. CONVENIOS FIRMADOS POR EL ESTADO Y CERSA**

CONVENIOS (*)	Características del Contrato de Reafianzamiento	% Cesión de Operaciones % de Cobertura	Fallidos
1995	<b>Gratuito para tasas de falencia (A) inferiores al 1,25%</b> anual del RIESGO VIVO al inicio del ejercicio. A partir de ese límite, hay una penalización.	50% de fallidos 100% riesgo cedido a CERSA	Contabilizados, acreditados y justificados
Reforma 1997	CERSA sólo reafianza <b>operaciones financieras</b> .		
1998	<b>Gratuito</b> para valores <i>ratios de calidad Q (B)</i> inferiores al 2%. Con coste variable para las SGR con <i>ratios de calidad Q</i> superiores al 2%. Más beneficios para las nuevas empresas y de carácter innovador. Para <i>ratios de calidad Q</i> , superiores a 4%, 5%, 6%, y 7%, el coste del reaval se estableció en un 0,2%; 0,4%; 0,8% y 1,6%, respectivamente.	30% y 70%	Fallidos y Operaciones de provisiones Operaciones financieras de más de 36 meses
CAMBIOS POSTERIORES	Las comisiones anuales del aval, a pagar por la PYME avalada, no deben superar el 1% del riesgo vivo.	Hasta 75%, según las características de la PYME y de los activos.	
2000-2007	Convenio con el FEI, que re-avala un 35% del riesgo reafianzado por CERSA, sin coste. CERSA firmó acuerdos con la Administración Central donde se obtienen aportaciones para el fondo de provisiones técnicas y así respaldar la actividad de determinados sectores. Gratuito hasta 6% del valor del <i>ratio de calidad Q</i> , a partir del cual existe un coste variable que aumenta progresivamente.		
2011	Continúa vigente el convenio con el FEI hasta el 31/12/2011. Garantía del 75% para proyectos innovadores y para empresas nuevas (menos de dos años de antigüedad). En el marco del programa de Avalués para PYMES el límite general de las garantías es de 625.000€ y el presupuesto destinado a este programa en el 2011 es de 19,8 millones de €.	Entre el 35% y el 75%, según la características de la PYME y los activos	CERSA abona el importe de la cobertura como máximo al mes siguiente de recibir la información.

Fuente: Elaboración propia a partir de los diferentes convenios.





### 3.3. IMPACTO DE LOS ACUERDOS DE BASILEA

El análisis del impacto de los requerimientos de capital regulatorio según los acuerdos de Basilea requiere un desdoblamiento a la hora de tratarlo (Cardone y Trujillo, 2007, y Cardone, Trujillo and Briozzo, 2011). En relación al acuerdo de BII, por un lado es necesario analizar su impacto desde el punto de vista de la EF, y por otro lado, se debe estudiar el impacto sobre el coste del crédito asumido por la PYME. i) Desde el punto de vista de la EF, BII supone calificar y ponderar sus activos, penalizando con mayores necesidades de capital regulatorio cuando la EF dispone de activos que carecen de garantía real. Los créditos concedidos que cuentan con el aval de una SGR, ponderan el 20% (Orden 13/2000 sobre normas de solvencia de las entidades de crédito). De esta forma, el aval de la SGR es tratado igual que si el crédito fuese avalado por una entidad de crédito. ii) Desde el punto de vista de la PYME, ésta podría beneficiarse, vía reducción de tipo de interés, toda vez que la EF tenga una menor necesidad de capital regulatorio.

Del mismo modo, el análisis del impacto del acuerdo de BIII puede ser tratado desde tres vertientes. i) La primera de ellas, se refiere al mantenimiento del capital básico (4,5%) por parte de las SGRs. En opinión de García Puchol. (2011), las SGRs cumplen en exceso la exigencia de mantenimiento del 4,5% mínimo de capital básico, ya que cuentan con un 8% de capital incluyendo las reservas (estas últimas constituidas por los Fondos de Provisiones Técnicas). ii) Una segunda vertiente es ver qué ocurrirá con el mantenimiento del Capital contra-cíclico (2,5%) requerido por BIII. Es de esperar que, en el futuro, el regulador exija también a las SGRs la constitución del mismo por razones de seguridad, por analogía a lo exigido a las Entidades Financieras, más aún cuando en los últimos dos años el nivel de impagados ha subido significativamente. iii) Finalmente, y desde una óptica más amplia, podría ocurrir que el crédito concedido a una PYME se encarezca, en la medida que la EF deberá mantener mayores niveles de

capital regulatorio, trasladando dicho coste al tipo de interés del préstamo. Así, el impacto conjunto sería que el efecto positivo de BII contrarrestaría el efecto negativo de BIII. Es importante considerar el rol que las agencias de calificación crediticia pueden jugar a la hora de evaluar a las SGRs, permitiendo que los créditos avalados por aquellas SGRs con mejores calificaciones crediticias, se vean premiados con la aplicación de menores tipos de interés (Cardone *et al.* 2011).

### 4. CONCLUSIONES

La filosofía que subyace en la mediación de la SGR entre la EF y la PYME es muy beneficiosa para el desarrollo del sistema productivo, como pone de manifiesto la existencia del sistema en numerosos países, así como el apoyo que recibe de las instituciones públicas.

Las ventajas del sistema de garantías de crédito están a la vista: El mercado del crédito se beneficia de la presencia de instituciones como son las SGRs, entidades financieras controladas por el Banco de España y por un órgano público como es CERSA.

Ante la existencia de un segundo aval (reaval) que cubre el 75% de las operaciones, cabe preguntarse si el sistema de reafianzamiento es debidamente reconocido por la EF a efectos de ponderar el *coeficiente de solvencia*, siendo éste un objetivo prioritario para cerrar el marco jurídico del acuerdo de Basilea II. En otras palabras, una EF prestamista cuando concede un crédito avalado por una SGR, tiene ante sí un crédito cuyo riesgo se aproxima al riesgo cero.

Ante estas ventajas comentadas, cabe destacar el esfuerzo realizado por algunas SGRs que han optado por diseñar una estructura organizativa que incluye a una EF como es el caso de la SGR Valenciana, sociedad relacionada con el Instituto Valenciano de Finanzas; o la SGR catalana, Avalis, controlada en un 49% por el Instituto Catalán de Finanzas (<http://www.saloucom.cat/avalis.htm>). Este nexo entre ambas intermediarias facilita sig-



nificativamente el funcionamiento del de garantías de crédito beneficiándose ambas partes.

Entre las desventajas del sistema de garantía para el mercado de crédito español y para la PYME resaltan:

La existencia de una significativa falta de homogeneidad entre las SGRs es, en nuestra opinión, una de las principales desventajas del sistema. Pocas SGRs maximizan su sustentabilidad. Existen SGRs pequeñas, no rentables y con poca masa crítica. De hecho algunas comunidades autónomas cuentan con dos SGRs. La estrecha relación existente entre algunas SGRs y las CCAA respectivas podría explicar la falta de homogeneidad entre estas 23 instituciones. Es de esperar que las CCAA con más recursos, cuenten y apoyen a las SGRs más activas y solventes. Quizá la fusión entre aquellas SGRs más pequeñas dentro de la misma comunidad las haga más sustentables.

Es de esperar que las Cajas de Ahorro, tradicionalmente principales prestamistas de las PYMEs, a la hora de convertirse a bancos, flexibilicen su actitud frente a las PYMEs y a las SGRs.

Como ya se comentara al principio de estas líneas, en España, el porcentaje de PYMEs que utiliza el sistema de garantías de crédito es, a nuestro juicio poco relevante. Se ha duplicado desde 1995 a la fecha, pasando de un 2% a un 4%.

En nuestra opinión son varias las razones que explican este dato antes comentado. Como lo manifiestan las estadísticas, las PYMEs más pequeñas (micro-empresas) cuentan con un incentivo a utilizar el sistema de garantías, por ser las que presentan más riesgo en sus proyectos, ellas son las que están dispuestas a asumir el coste del aval, aún cuando el beneficio sea menor, si con ello obtienen financiación. Esto conlleva a que las SGRs terminen concentrando, a través de los avales concedidos, los créditos de más baja calidad (mayor riesgo), generándose un efecto de selección adversa.

La falta de inmediatez, tan necesaria en los negocios. La PYME debe presentar un proyecto que ha de ser evaluado, y posteriormente debe asociarse a la SGR (si aún no es socia). Puede

ocurrir que los plazos que conlleva este proceso sean desmotivantes para los empresarios, que buscan una respuesta rápida a sus necesidades de financiación.

Para finalizar, deseamos destacar el desarrollo significativo, aunque insuficiente, que ha tenido el sistema español de garantías y resaltar que hoy más que nunca, se presenta una oportunidad para lograr una mayor inserción del sistema en el sector PYME.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA. Boletín Económico (2007-2011). Disponible en: <http://www.bde.es/>
- BERGER, A. and UDELL, G. (1995). «Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance», *Journal of Business* 68 (3), 351-81.
- CAMINO, D. and CARDONE, C. (1999). «The Valuation and Cost of Credit Insurance Schemes for SME's: the Role of the Loan Guarantee Associations»; *International Small Business Journal*; 17 (4); 13-31.
- CARDONE, C. (1995). «Financiación empresarial y racionamiento del crédito: El Sistema de Garantías Recíprocas». *Boletín de Estudios Económicos*; 3 (156) 449-67.
- CARDONE-RIPORTELLA, C. y TRUJILLO-PONCE, A. (2007). «Efectos del aval en la financiación de las Pyme y los requerimientos de capital de Basilea II». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXVII (136) 753-85.
- CARDONE-RIPORTELLA, C., TRUJILLO-PONCE, A. and BRIOZZO, A. (2011). «What do Basel Capital Accords mean for SMEs?». *WP Business Economics Series 04*. Universidad Carlos III de Madrid.
- CASASOLA, M<sup>ª</sup>J. and CARDONE-RIPORTELLA, C. (2009). «Too important to fail: Do banking relationships improve Spanish SMEs credit conditions? *Universia Business Review*, (4) 12-29.
- COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE REAFIANZAMIENTO, SOCIEDAD ANÓNIMA (CERSA). Informes anuales. Disponible en: <http://www.reafianzamiento.es/>



- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (CESGAR). *Memorias Anuales*. Disponible en: <http://www.cesgar.es/>
- GARCÍA PUCHOL, J.M. (2011). «Basilea III y su influencia en la SGR, banca y empresa». *Noticias SGR, Sociedad de Garantía Recíproca, Comunidad Valenciana*, 57, 6.
- HERNÁNDEZ, G. and MARTÍNEZ, P. (2005). «Effects of number of bank relationship on SME debt and determining factors». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXIV, 124, 13-43.
- IDEA CONSULT (2003). «*Evaluation of the Commission action to promote the Development of Mutual Guarantee Schemes and their Use by SMEs in the EU*»; N° ENTR/01/059, Final Report.
- EUROPEAN COMMISSION (2009a). Annual Report on EU Small and Medium Sized Enterprises, European SMEs under Pressure. Disponible en: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/dgentr\\_annual\\_report2010\\_100511.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/dgentr_annual_report2010_100511.pdf)
- EUROPEAN COMMISSION (2009b). Ficha informativa sobre la Small Business Act (SBA). España 2009. Disponible en: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/finalvo/sba\\_fact\\_sheet\\_es\\_spanish\\_100528.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/finalvo/sba_fact_sheet_es_spanish_100528.pdf)
- OBSERVATORY OF EUROPEAN SMES (2003). 2003/2 SME & Access to Finance.
- PÉREZ LÓPEZ, C. (2010). «Las Sociedades de Garantía Recíproca en España. Actividad avalista desarrollada». *Revista del Centro de Investigación, Universidad La Salle* 9 (33) 61-74.
- PETERSEN, M. and R. RAJAN (1994). «The benefits of lending relationships: evidence from Small Business data», *Journal of Finance* 49 (1), 3-37.
- PETERSEN, M. and R. RAJAN (1995). «The effect of credit market competition on lending relationships», *Quarterly Journal of Economics*, 110, 407-443.
- PETERSEN, M. and R. RAJAN (2002). «Does distance still matter? The information evolution debt», *Journal of Finance*, 47 (4), 1367-1400.
- SMALL BUSINESS ACT for EUROPE. COMMISSION of THE EUROPEAN COMMUNITIES (2008). Disponible en: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/small-business-act/>

### ABREVIATURAS UTILIZADAS

- AECM: Asociación Europea de Caución Mutua.
- BEI: Banco Europeo de Inversiones.
- BI, BII y BIII: Acuerdo de Basilea I, Acuerdo de Basilea II y Acuerdo de Basilea III.
- CBE: Circular del Banco de España.
- BME: Bolsas y Mercados de España.
- CCAA: Comunidades Autónomas.
- CESGAR: Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca.
- CERSA: Compañía Española de Reafianzamiento Sociedad Anónima.
- CNMV: Comisión Nacional de Mercado de Valores.
- EF: Entidades Financieras.
- FEI: Fondo Europeo de Inversiones.
- ICEX: Instituto de Comercio Exterior.
- ICO: Instituto de Crédito Oficial.
- IMPI: Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa Industrial.
- MAB: Mercado Alternativo Bursátil.
- PYME: Pequeña y Mediana Empresa.
- PYMEs: Pequeñas y Medianas Empresas.
- SGR: Sociedad de Garantía Recíproca.
- SGRs: Sociedades de Garantía Recíproca
- UE: Unión Europea.





# EL RETO DE LA FINANCIACIÓN DE LA PYME EN LOS MERCADOS DE CAPITALES: CAPITAL RIESGO, REDES DE INVERSORES, FONDOS DE TITULIZACIÓN Y EMISIONES DE DEUDA

José Martí Pellón  
Universidad Complutense de Madrid

## RESUMEN EJECUTIVO

La menor capacidad de las PYME para aportar información sobre la calidad de sus proyectos de inversión se traduce en una dificultad para acceder a financiación a largo plazo en el mercado de capitales. El capital riesgo aporta soluciones para empresas, no sólo en etapas iniciales, sino también a empresas medianas y grandes. Sin embargo, la reestructuración del sistema financiero y la delicada situación de las cuentas públicas amenazan con dejar sin recursos locales que invertir a los gestores nacionales de capital riesgo, ante la escasa implicación de los fondos de pensiones españoles. Por otra parte, dado el limitado número de empresas que pueden acceder a estos inversores especializados, se ha extendido el mismo planteamiento de inversión entre inversores particulares, que podrían llegar a un colectivo mucho más amplio de empresas. Pero esta figura precisa un tratamiento fiscal específico que fomente su extensión y su visibilidad. Desde la perspectiva de la deuda a largo plazo, las iniciativas más desarrolladas son las que promueve el ICO, si bien hay algún intento adicional vinculado con la titulización de préstamos.

## 1. INTRODUCCIÓN

En mercados perfectos, Modigliani y Miller (1958) mantienen que la inversión de una

empresa es independiente de su estructura financiera. Pero la realidad pone de manifiesto la existencia de diversas imperfecciones que determinan que los grupos de interés vinculados con la empresa no dispongan del mismo grado de información. Esta circunstancia dificulta la evaluación de la calidad de los proyectos de inversión de una empresa y del equipo directivo que pretende llevarlos a cabo, complicando también la determinación del coste de capital aplicable a los recursos necesarios para acometerlas.

Por ello, Myers (1984) y Myers y Majluf (1984) mantienen que, ante una necesidad de captar financiación adicional, una empresa preferirá apoyarse en los fondos generados internamente, por no estar afectados por problemas de selección adversa. En caso de no ser suficientes los recursos autogenerados se acudiría a la financiación externa mediante deuda, primero, y a la emisión de acciones, si la deuda no fuera suficiente.

En el caso particular de las PYME, los problemas de las asimetrías de la información se agudizan (Carpenter y Petersen, 2002), al ser mayor la opacidad informativa, a la que se añaden la escasez de activos que ofrecer como garantía y/o la reducida historia de la empresa.

De este modo, el acceso a financiación en forma de deuda a largo plazo es muy limitado, además de estar sujeto a complejos contratos y a



elevados costes financieros. Pero la emisión de acciones en el mercado de valores no representa una alternativa al alcance de la mayoría de las empresas y, en caso de ser siquiera factible, es una opción muy costosa para las PYME.

En este capítulo se pretende describir un conjunto de posibilidades que pueden contribuir a afrontar las mayores asimetrías informativas existentes en las PYME a la hora de financiar sus proyectos de inversión. Desde la perspectiva de los recursos propios, las alternativas tienen que ver con el llamado capital riesgo. Desde la perspectiva de la deuda, los problemas de tamaño y asimetría informativa se intentan reducir a través de la titulización.

El capítulo se estructura en las siguientes partes. En el segundo apartado se analiza el concepto original de capital riesgo, como traducción del *venture capital*. En el tercero se considera el concepto amplio de capital riesgo, con sus particularidades operativas. El cuarto apartado se centra en el llamado *capital riesgo informal*, apoyado en la actuación de particulares conocidos como *business angels*. Finalmente, el quinto se centra en la reducción de riesgos para los prestamistas en el acceso a la deuda, a través de la titulización de activos.

## 2. EL CAPITAL RIESGO COMO SINÓNIMO DE VENTURE CAPITAL

Bajo la denominación genérica de capital riesgo pueden esconderse dos actividades muy diferentes en la actualidad. Originalmente, el capital riesgo pretendía ser la traducción del término anglosajón *venture capital*. Este concepto se define como una fuente financiera, o categoría de activo (*assets class*), a través de la cual unos especialistas de inversión canalizan el dinero de determinados inversores, a través de vehículos de inversión específicos, hacia empresas en etapas iniciales o en proceso de crecimiento, mediante participaciones temporales y minoritarias, aportando un valor añadido a las empresas participadas (Martí Pellón, 2002).

En relación a los aportantes de recursos, a escala mundial, los fondos de pensiones constituyen la principal fuente que permite el desarrollo de la actividad, también apoyada por entidades financieras, compañías de seguros, empresas, fundaciones y particulares. Los primeros solían comprometer entre el 1 y el 2% de su patrimonio a este segmento de su cartera.

Desde la perspectiva de la gestión, la elevada asimetría informativa de los proyectos en los que se invierte, así como su posición como inversores activos, exigen que los directivos que manejan estos fondos cuenten con unas características específicas que los diferencian de los profesionales de la banca. Deben contar con cualidades para detectar oportunidades de inversión, valorar la capacidad, honestidad y compromiso de emprendedores, valorar las condiciones de entrada en sus negocios y ser capaces de aportarles valor sin inmiscuirse en el día a día de la gestión.

Aunque el vehículo de inversión puede ser una sociedad anónima o limitada, lo habitual en esta actividad es que se canalicen los recursos a partir de fondos patrimoniales de duración limitada. En Estados Unidos, cuna del capital riesgo en los años cuarenta, el principal vehículo es la *limited partnership* (Sahlman, 1990), que aglutina a unos gestores con responsabilidad ilimitada (*general partners*) y a los aportantes de los fondos (*limited partners*), con responsabilidad limitada.

Dada la iliquidez de las participaciones, estos fondos tienen duración limitada, que oscila entre 8 y 12 años, pretendiendo dar una sola vuelta al dinero aportado. El proceso de inversión de un fondo es una tarea compleja, porque las inversiones se realizan de una en una, tras un largo proceso de identificación de oportunidades y de negociación con los emprendedores, en competencia con otros inversores. En España el periodo medio de cierre de una operación se sitúa entre 14 y 16 semanas (Martí Pellón y Salas de la Hera, 2011).

Como consecuencia, la colocación de los recursos de un fondo en una cartera de participadas suele llevar de 3 a 4 años. Por este motivo,



el dinero no es aportado en su totalidad por los inversores, sino que es *llamado* por los gestores del fondo (*capital calls*) a medida que se cierran operaciones. Dichos gestores cuentan con un tiempo limitado para hacerlo, llamado periodo de inversión, pasado el cual pierden el derecho a exigir la entrega de dinero por parte de los fondistas.

A medida que las participaciones en las empresas de la cartera se van desinvirtiendo, los gestores del fondo distribuyen el dinero obtenido entre los fondistas, después de descontar una comisión de gestión y, en su caso, una participación en las plusvalías globales del fondo (*carried interest*).

Dada la iliquidez a largo plazo para los fondistas, así como el riesgo derivado de la calidad del gestor, de las inversiones que acometa y de la situación económica del momento en el que realice las inversiones, los inversores antes mencionados deben diversificar por tipo de gestor y por cosecha/año (*vintage*). Ello supone que deben contar con un equipo especializado en el seguimiento de su cartera de fondos<sup>1</sup> para poder aspirar a obtener rendimientos netos acordes al riesgo asumido. La alternativa es invertir a través de un fondo de fondos, que se ocupará de diversificar por gestor y por cosecha invirtiendo en diversos fondos a lo largo de 4-5 años.

En relación con el destino de los recursos de los inversores de *venture capital*, se puede distinguir la entrada en el capital de empresas en las siguientes etapas:

- Semilla (*Seed*)

Como principal característica diferencial debe mencionarse que los recursos no se destinarán al inicio de la producción y distribución, sino al desarrollo del producto o servicio, la construcción de un prototipo, a la realización de una prueba de mercado, la validación de una tecnolo-

gía, entre otras actuaciones. Por tanto, además del riesgo comercial que posteriormente se afrontará, estas inversiones soportarán un riesgo tecnológico. La inversión es reducida, pero el periodo de maduración es muy largo.

- Arranque (*Start-up*)

La inversión de la entidad de capital riesgo se destina a la financiación del inicio de la producción y de la distribución en una empresa que ya cuenta con un producto o servicio definido. La inversión en esta fase también requiere un largo periodo de maduración.

Durante el periodo de puesta en marcha, las empresas suelen consumir la mayor parte de sus recursos propios, por lo que suele ser habitual que se precisen una o más rondas de financiación adicionales hasta que la empresa alcance el punto muerto.

- Expansión (*Expansion*)

Se trata de ampliaciones de capital en empresas existentes, con líneas de negocio en beneficios, que precisan recursos adicionales para aprovechar sus oportunidades de crecimiento, porque la financiación externa que podrían conseguir no sería suficiente para realizar las inversiones necesarias.

Por tanto, la característica común que está presente en las diferentes etapas es la ampliación de capital para dar entrada a los recursos que precisa la empresa participada, así como la participación minoritaria, que puede no darse en todos los casos, especialmente en operaciones de expansión.

Para acceder a este tipo de inversores es recomendable contar con el conocimiento de especialistas que permitan organizar el proyecto empresarial para hacerlo atractivo a un inversor. El equipo emprendedor debe entender que la

<sup>1</sup> Una referencia de la problemática de gestión puede consultarse en Meyer y Mathonet (2005).



entidad de capital riesgo es un inversor temporal y que su mayor disposición para asumir riesgos tiene como contrapartida un análisis muy detallado de la empresa y de su modelo de negocio, así como de una presencia en el consejo como inversor activo y participativo.

En segundo término, la intervención de un especialista ayudará a seleccionar a qué inversores debe o no debe dirigirse el proyecto. En este sentido, es interesante consultar la información existente sobre los inversores en la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) o en directorios especializados que clasifican a todos los inversores existentes, como el disponible en [www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com).

A modo de referencia, de los 197 inversores operativos a 30 de junio de 2010, según la citada web, en torno a 70 estarían interesados en intervenir en las fases de semilla y arranque de empresas, en su mayoría apoyados directa o indirectamente<sup>2</sup> por instituciones públicas.

En relación con la posibilidad de atraer la atención de una entidad de capital riesgo, suponiendo que se dedique a las etapas descritas en párrafos anteriores, las principales condiciones que sustentan una decisión positiva son:

- Equipo promotor: Debe estar comprometido, tanto en dedicación (no vale un investigador a tiempo parcial) como en inversión (arriesga lo que puede en el proyecto). De igual modo, debe acreditar un conocimiento del producto, tecnología y del mercado, valorándose su experiencia en gestión.
- Mercado: Debe tener capacidad de crecimiento y dirigirse a un nicho de mercado.
- Carácter innovador: Debe señalarse en qué es mejor que los potenciales competidores y qué barreras de entrada tendría.

A partir de una información resumida o una reunión informal, el inversor señalará su poten-

cial interés. Esto suele ocurrir sólo en el 30 por 100 de los casos, en los que ya se fijará fecha para la primera reunión de trabajo. Antes de dicha reunión los emprendedores deben contar con un completo plan de negocios (*business plan*), en el que pongan sobre el papel lo que quieren hacer, cómo lo van a hacer, describiendo su modelo de negocio y lo que aportan frente a sus competidores, así como los recursos que precisa. Por ello, el anexo a dicho documento debe desarrollar un modelo financiero del proyecto que sea consistente con lo anticipado sobre el modelo de negocio, con precios y costes, el mercado, las inversiones necesarias y la financiación solicitada.

La primera reunión de trabajo constituye un examen de la fiabilidad del equipo promotor, de la consistencia del modelo de negocio, y del plan presentado, y de la probabilidad de alcanzar un acuerdo en la valoración. Tras diversas reuniones que aclaren las dudas del inversor, éste estará en disposición de decidir si hace una oferta en firme. En caso de ser aceptada por el emprendedor, se firmará un pacto de exclusividad para dar tiempo a que el inversor audite la empresa y la información vinculada al proyecto. Este proceso se conoce como *due diligence*. En este periodo también entrarán los abogados para desarrollar pactos de accionistas que protejan los derechos del inversor, ante la elevada asimetría informativa existente. Una vez terminado dicho proceso y cerrados los flecos del acuerdo entre accionistas, se desembolsa el importe comprometido.

La presencia del inversor de capital riesgo en el accionariado de la empresa no debe considerarse como una amenaza. El seguimiento que hace de la empresa no sólo pretende controlar que la gestión de la empresa se desarrolla según lo esperado. En gran medida, pretende aportar valor a la empresa participada a través de diversos servicios de valor añadido, como contribuir a identificar y atraer a directivos clave, abrir las puertas de entidades financieras, clientes y proveedores, así como a otras redes de contactos del inversor, y apoyarle en el proceso de internacionalización. A través de estos servicios de valor añadido, el inversor de capital riesgo aporta reputación a una empresa desconocida (Megginson y Weiss, 1991).

<sup>2</sup> Mediante la cesión de fondos o la participación minoritaria en fondos promovidos por el gestor privado.





Los estudios realizados en España (Martí Pellón, Salas de la Hera y Alférez, 2011, entre otros) ponen de manifiesto que las empresas apoyadas por entidades de capital riesgo crecen más rápido y crean más empleo que empresas similares no apoyadas por capital riesgo. Los ritmos de crecimiento son más acelerados en las empresas apoyadas por inversores de *venture capital*. Además, en tiempos de crisis, las empresas participadas se defienden mejor que las empresas similares no participadas por entidades de capital riesgo, gracias al apoyo de los inversores.

Sin embargo, este conjunto de aspectos positivos contrasta con varias realidades. En primer término, esta fuente de recursos es válida para un pequeño porcentaje de empresas, tanto por el riguroso proceso que se sigue como por el desconocimiento que muchos empresarios tienen de su funcionamiento operativo. De igual modo, muchos emprendedores no quieren dar entrada a inversores externos, lo que impide que puedan desarrollar sus oportunidades de crecimiento, aún a pesar de que este tipo de inversores sólo quiere una estancia temporal, para apoyarles de la etapa de nacimiento o crecimiento.

En segundo término, son pocos los inversores que realmente se arriesgan en las etapas iniciales de la vida de una empresa en España, siendo mayor la probabilidad de entrada cuanto más desarrollada esté la empresa. Esto es así porque su experiencia en este tipo de operaciones no ha sido muy buena al ser muy difícil desinvertir sus participaciones, incluso en los casos de éxito. Por ello, el mayor riesgo asumido en etapas tempranas no se ve remunerado con mayores rendimientos en la salida, que es imprescindible para que devuelvan el dinero a los fondistas.

Los problemas estructurales que justifican este relativo abandono de las inversiones en etapas iniciales explican la distorsión del concepto original del capital riesgo hacia una versión más amplia (Balboa y Martí, 2004), conocida como *private equity*, que se trata en el siguiente apartado. Por otra parte, las etapas más tempranas de la vida de una empresa sí que constituyen el objeto exclusivo de otros inversores similares, los lla-

mados *business angels*, que también son considerados en este capítulo.

### 3. CAPITAL RIESGO COMO *PRIVATE EQUITY*

La evolución experimentada por esta actividad en España, al igual que en el conjunto de Europa, reconoce una amplia gama de operaciones que poco tienen que ver con el concepto original de *venture capital*. En gran medida, las operaciones realizadas encajan con las siguientes actuaciones: capital desarrollo (*Development capital*), sustitución de accionistas (*Replacement capital*), sobre todo en empresas familiares, adquisición de empresas con apalancamiento (*Buyouts*) e incluso reflotamiento de empresas (*Turnaround capital*). El término *private equity*, que se traduciría como *capital para empresas no cotizadas*, se extendió desde principios de los años noventa como respuesta a la escasa validez del término original para representar las operaciones que se estaban realizando.

En España, la definición de capital riesgo adoptada en la regulación vigente se corresponde con *private equity*, pretendiendo incluir tanto al *venture capital* como a las actuaciones enumeradas en el párrafo anterior. En concreto, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, en su artículo 2 define a estas entidades como «...entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea...».

Como principales características diferenciales, salvo en el capital desarrollo y, a posteriori, en el reflotamiento de empresas, deben destacarse dos:

- La aportación del inversor de capital riesgo no suele implicar inicialmente la



entrada de dinero fresco en la empresa, siendo normal la adquisición de acciones viejas.

- La participación deseada aspira a ser mayoritaria, si bien puede ser minoritaria inicialmente en los casos de desarrollo y sustitución.

Entre las principales características comunes con el capital riesgo original, deben señalarse otras tres:

- El inversor es un gestor profesional dedicado a la atracción de los recursos y a la administración y desinversión, en su caso, de una cartera de participaciones en empresas.
- Los vehículos de inversión utilizados, fundamentalmente fondos de duración limitada, son similares a los mencionados en el caso del *venture capital*.
- En consecuencia, a pesar del deseo de tomar participaciones mayoritarias, se pretende una estancia temporal que no exceda los 5 años.

Por la descripción realizada, estas operaciones no se centran en empresas pequeñas, sino en empresas medianas y grandes. Como este capítulo está orientado a la financiación de PYME, sólo se hará referencia a las posibles actuaciones que pueden darse en empresas medianas.

Además de la financiación del crecimiento, el principal problema que afrontan los accionistas de estas empresas en España es la iliquidez de sus participaciones. Al terminarse el ciclo profesional de sus propietarios se plantea la problemática de su sucesión, que se traduce en dos posibles situaciones. En unos casos la empresa simplemente desaparece con sus promotores, que eran los que la mantenían en el mercado. En otros se transmitirá la empresa a sus herederos, unos vinculados a la gestión y otros no, produciéndose conflictos entre accionistas que pueden también terminar

con la existencia de la empresa. Por ello, a través de estos inversores es posible encontrar alternativas a la falta de soluciones por parte del sistema financiero tradicional y del mercado de valores oficial.

En primer término, hay muchas empresas medianas bien gestionadas que, por la dimensión del mercado local al que se dirigen, la falta de recursos financieros y la limitada experiencia internacional de sus gestores, han crecido a ritmos muy lentos históricamente. Si existiesen oportunidades de crecimiento accediendo a otros mercados, acudir a un inversor de capital riesgo sería una alternativa para romper esta dinámica. Estos inversores aportarán nuevos recursos, facilitando también el acceso a financiación bancaria, y experiencia en el acceso a otros mercados.

En muchas ocasiones, el salto en dimensión será tal que implicará la cesión de una posición mayoritaria al inversor de capital riesgo, si bien la gestión seguirá estando en manos del equipo original, complementado con algunos profesionales atraídos al proyecto. Sin embargo, esta participación es temporal, pudiendo terminar con la recompra de esa posición mayoritaria en el proceso de salida del inversor de capital riesgo.

Pero, en ocasiones, este planteamiento es utilizado como un anticipo de desinversión planificado por los propietarios/directivos de la empresa. Al estar cerca de la jubilación, un equipo promotor puede dar entrada a inversores de capital riesgo, incluso con posiciones mayoritarias, para dar un empujón a la empresa que la haga atractiva para un potencial comprador industrial. El inversor de capital riesgo podría ofrecer en la venta a un tercero un paquete mayoritario, que es más deseable para cualquier comprador. De este modo, desde la perspectiva del empresario se evita una pérdida de valor, incluso total, por la incapacidad para dar continuidad al funcionamiento de la empresa, con la consiguiente pérdida de puestos de trabajo y destrucción de riqueza.

En relación con la sustitución de accionistas, un gran número de empresas en España son de carácter familiar. Como es sabido, en estas



empresas hay aspectos positivos que se desarrollan con el paso del tiempo, con la creación de una cultura empresarial propia y una reputación en el mercado. Sin embargo, la sucesión de la primera generación por las siguientes suele llevar aparejada la aparición de importantes conflictos entre accionistas. Entre otras situaciones, habrá herederos vinculados profesionalmente con la empresa, e interesados en su modernización y desarrollo, y herederos *patrimoniales*, que lícitamente pretenden tener en la empresa una fuente de renta regular. De igual modo, habrá herederos trabajadores y herederos directivos que basan su posición en la empresa en su peso en el accionariado, sin contar su preparación profesional para el cargo que ocupan. En consecuencia, la sucesión acaba complicando la gestión de estas empresas, lastrando sus posibilidades de mantener incluso su posición en el mercado.

Para este tipo de empresas, la entrada de un inversor de capital riesgo se realiza mediante la compra de las participaciones de los herederos pasivos, eliminando la presión existente sobre los accionistas comprometidos con la empresa. Esta oportunidad es aprovechada para profesionalizar la empresa y seleccionar con criterios profesionales a su equipo directivo. Lo que luego suele ocurrir es que los inversores de capital riesgo también suscriban una ampliación de capital para facilitar el crecimiento de la empresa.

Pero la actuación que más recursos de capital riesgo ha recibido en los últimos 15 años en Europa, y en España en la última década, son las llamadas adquisiciones apalancadas (*buyouts*). En estas actuaciones el inversor de capital riesgo adquiere la totalidad (o casi) de las acciones de la empresa, utilizando para ello una empresa instrumental (*newco*). El planteamiento es válido para empresas poco endeudadas con un flujo de tesorería estable. A través de la *newco*, estructura un gran volumen de deuda, que permite pagar una parte significativa del precio de compra.

Para el inversor, las cuentas le salen gracias a la elevada rentabilidad financiera del capital propio aportado a la *newco*, siempre que la gestión de la empresa adquirida permita atender el ser-

vicio de la deuda. Para el vendedor, supone poder salir del accionariado de una empresa, creándose un mercado antes no existente para empresas que no cotizan en los mercados de valores. Esta vía, por tanto, aporta liquidez al mundo empresarial, muy necesaria para la creación de riqueza.

Pero esta fórmula de adquisición, ya existente en Estados Unidos en los años ochenta, se diferencia de los planteamientos originales en que no se pretende sólo la adquisición con deuda de unos activos, sino apoyarse en la deuda para aumentar la dimensión de las empresas a través de adquisiciones.

Para el desarrollo de esta modalidad de inversión es necesaria la existencia de entidades financieras dispuestas a aportar la deuda necesaria. En momentos de elevada liquidez, como entre los años 2004 y 2007, estas operaciones crecieron en número y tamaño, llegándose a producir *buyouts* de exclusión de empresas cotizadas. Por ello, en la prensa de países como el Reino Unido se llegó a tener una imagen muy negativa de los *buyouts*. Pero en momentos de crisis financiera estas operaciones no son posibles, porque el elevado riesgo de comprar una empresa no cotizada no puede compensarse con el mayor rendimiento derivado del apalancamiento.

En España debe destacarse que han contribuido a reducir la elevada fragmentación empresarial y escasa presencia internacional de muchas empresas en diferentes sectores. Gracias a estas adquisiciones, por ejemplo, partiendo del parque de Atracciones de Madrid, a principios de los noventa, se ha desarrollado parques Reunidos, que es un grupo de ocio a escala mundial. Ejemplos similares se encuentran en empresas como Dorna, que gestiona el campeonato de motociclismo, o Mivisa, empresa murciana líder en envases. Pero lo importante es que cualquier empresa con una facturación no inferior a 10 millones de euros, siendo deseable que al menos sean 20, puede ser objeto de una transacción de este tipo si el mercado de deuda está activo.

El capital riesgo también se ha dedicado, aunque sólo marginalmente, a la entrada en empre-



sas en dificultades. Su cometido es hacerse con el control de la empresa, capitalizarla y reestructurar activos y deuda para luego intentar venderla a un comprador industrial o a otra entidad de capital riesgo.

En la actualidad, el positivo efecto que se ha puesto de manifiesto, tanto en actuaciones de *venture capital* como de *private equity*, corre el riesgo de quedar condicionado de forma exclusiva a la actuación directa de los inversores internacionales, cuya implicación ya es muy elevada en nuestro país por el atractivo de nuestras empresas de referencia. Al tratarse de una actividad que se desarrolla en gran medida a través de fondos de duración temporal, la situación de crisis está limitando la captación de nuevos recursos por parte de las gestoras de capital riesgo.

Si analizamos la perspectiva nacional nos encontramos con que los gestores locales se apoyaron en el pasado en entidades financieras nacionales, inversores internacionales, los grupos familiares y el sector público. La reestructuración de las primeras, la desconfianza internacional con respecto a nuestra capacidad de digerir la crisis, para los segundos, los problemas en los grupos familiares, muchos en situación comprometida por el peso de sus inversiones inmobiliarias, y la situación de déficit público están condicionando un casi nulo levantamiento de nuevos fondos. La situación no era preocupante a corto plazo por los elevados fondos atraídos en 2006 y 2007, pero no quedan para más allá de dos años al ritmo actual de inversión.

El problema es que, aunque la situación repunte, las entidades financieras ya no seguirán desempeñando un papel relevante en aportación, si bien ese papel es ocupado en otros países desarrollados por los fondos de pensiones. A modo de ejemplo, los fondos de pensiones americanos dedicaban en los años ochenta y noventa entre el 1 y el 2 por 100 a *venture capital* y en la actualidad entre el 8 y el 10 por 100 a *private equity*. Como consecuencia, sus aportaciones anuales representan entre un tercio y la mitad de los nuevos recursos que entran cada año en entidades de capital riesgo.

Lamentablemente, pese a los cambios regulatorios, nuestros fondos de pensiones, salvo pequeñas excepciones, no han realizado aportaciones significativas. En estas condiciones, será difícil que los gestores locales puedan atraer recursos del extranjero a sus fondos si no demuestran que también cuentan con el apoyo de inversores locales de referencia. En consecuencia, la actividad de capital riesgo podría quedar condicionada, en exclusiva, a la realizada por las grandes gestoras de fondos internacionales, que desde luego no se centrarían en las medianas empresas y menos aún en las pequeñas.

Por este motivo, mi opinión personal es que algo debe hacerse al respecto. Debe recordarse que los fondos de pensiones disfrutaban desde hace unos treinta años de un incentivo fiscal exclusivo, que permite que capten muchos miles de millones de euros. Además, al existir libertad de movimiento de capitales, una parte importante de dichos recursos puede estar siendo invertida fuera de España. En estas condiciones, considero que el mantenimiento del incentivo fiscal debería condicionarse a un mínimo compromiso con la financiación de la economía real, y el capital riesgo podría ser una mecanismo válido para canalizarlo.

#### 4. EL CAPITAL RIESGO INFORMAL, DESARROLLADO POR LOS BUSINESS ANGELS

Frente a la inversión en capital riesgo como actividad financiera desarrollada profesionalmente, existen actuaciones con similares planteamientos, pero realizadas por particulares que invierten directamente o a través de sociedades. A estos inversores se les denomina *business angels* y constituyen lo que se conoce como capital riesgo *informal*. No existe ninguna traducción de generalizada aceptación para esta figura, aunque una expresión que podría representar la función que desempeñan sería *inversores de proximidad*.

Al igual que las entidades de capital riesgo, se trata de inversores que apuestan por un proyecto empresarial sin involucrarse en el día a día, pero



aportando también un valor añadido. Con objeto de precisar un poco más su figura, es posible identificar, entre otros, los siguientes perfiles:

- Personas de elevado patrimonio, que buscan en esta actividad rendimientos superiores a costa de asumir riesgos superiores.
- Empresarios que vendieron su empresa o que utilizan parte de los recursos de la misma en nuevas actividades. Son los que mejor entienden a los empresarios que apoyan.
- Altos directivos de empresas y profesionales, generalmente prejubilados o próximos a alcanzar dicho estado, que pretenden aportar su experiencia al terminar su carrera directiva en una gran empresa.

Aunque no es posible definir un patrón generalizable (Gaston, 1989), las principales características que les diferencian de los inversores de capital riesgo son:

- Asignan su propio dinero, aunque pueden hacerlo directamente o agrupándose con otros a través de sociedades instrumentales con personalidad jurídica propia o de redes de inversores.
- Invierten sólo en zonas próximas a su lugar de residencia, con una referencia en el entorno de los 100 km.
- Los importes invertidos suelen ser sustancialmente inferiores a la media que dedican las entidades de capital riesgo en cada operación.
- Están dispuestos a entrar en etapas más tempranas de la vida de una empresa.
- Aunque también son inversores temporales, al invertir su dinero no están forzados a desinvertir en periodos concretos, por-

que no tienen que devolver el dinero a los fondistas, como es el caso de las entidades de capital riesgo.

- Son menos exigentes que las entidades de capital riesgo en los requisitos formales y en los pactos de accionistas.
- Aceptan rentabilidades esperadas inferiores a las de las entidades de capital riesgo al no tener que remunerar costosas estructuras de análisis, inversión y seguimiento.
- Sus decisiones de inversión pueden verse afectadas por motivaciones no estrictamente financieras de signo muy diverso (desarrollo económico de su zona de residencia, satisfacción profesional, vinculación familiar, etc.).

Al tratarse de inversores particulares dispersos, el principal problema que afrontan es la dificultad de los empresarios para identificarles y presentarles posibles inversiones. La solución a este problema se encuentra en las llamadas Redes de *Business Angels* (RBA), que pretenden facilitar la conexión de emprendedores e inversores. Su actuación se centra en la organización de foros de inversión, fijando un punto de encuentro entre ambos colectivos en fechas y lugares concretos, y a través de plataformas virtuales de conexión desarrolladas en Internet. A través de éstas se pretende la interacción de emprendedores con potenciales inversores.

Un antecedente de las RBA en España era el sistema de emparejamientos entre empresas e inversores conocido como ARC (*Assesorament per la Reserca de Capital*), que fue desarrollado originalmente por el Centro de Información y Desarrollo Empresarial de Cataluña (CIDEM) y la Bolsa de Barcelona a mediados de los años noventa. Esta iniciativa fue replicada en algunas otras comunidades autónomas con posterioridad.

En los últimos años se han desarrollado muchas redes de inversores en España. Algunas



se crearon a partir de grupos de inversores, en un intento de mejorar la asignación de los recursos y reducir la elevada asimetría de invertir en etapas tan tempranas. Varias de ellas surgieron en el ámbito de escuelas de negocios. Pero el menor arraigo de este tipo de inversores en países como España ha llevado a que muchas de las RBA creadas respondan a un modelo basado en la creación de una institución, generalmente con financiación pública, sin que exista el respaldo real significativo de un colectivo de inversores identificables.

El problema de una proliferación de redes es la falta de masa crítica para que desarrollen eficientemente su papel, sin considerar siquiera la cuestión de su sostenibilidad a largo plazo sin el recurso a financiación pública. Por un lado, los emprendedores deberían plantear sus propuestas en múltiples plataformas, algunas escasamente respaldadas por inversores reales. Si a eso unimos que alguna plataforma puede reclamar un precio por participar, el emprendedor no podría asumir dichos costes de transacción. Y aún así, esos ingresos serían insuficientes para el sostenimiento de la plataforma.

A modo de referencia, sólo computando las RBA vinculadas con las dos asociaciones de *business angels* existentes en España, AEBAN y ESBAN, es posible identificar casi una treintena de miembros, si bien alguno está duplicado o es una institución de apoyo a emprendedores más que una red. Tomando como ejemplo la información de la propia web de AEBAN, que aglutina a 23 miembros, se hace referencia a la existencia de un respaldo de 400 inversores, lo que supone una media inferior a 20 por red. Esto implica que es deseable un proceso de integración, al menos en lo concerniente al establecimiento de una plataforma eficiente de conexión entre emprendedores e inversores.

Entrando a valorar el aspecto operativo, en la actualidad la mayoría de las redes no cuenta con un sistema de envío de solicitudes a través de la propia web. Lo más frecuente es que soliciten el envío de información concreta del proyecto, de cara a su posible inclusión en un foro de inver-

sión. En este sentido, hay redes que prestan servicios que pretenden mejorar la presentación y coherencia del plan de empresa, cuando no ayudan directamente a desarrollarlo. Otras pretenden mejorar la formación del emprendedor.

Si existiera una base suficiente de inversores, además de los foros organizados periódicamente, sería deseable contar con una plataforma electrónica en la que, a partir de un conjunto de características sobre fondos solicitados, sector, fase, localización, así como un pequeño resumen del proyecto, fuese posible la identificación de un subconjunto de inversores registrados cuyo patrón de actuación se ajustase al perfil de la inversión.

La Comisión Europea pretende apoyar las iniciativas nacionales para la mejora de la eficiencia en el funcionamiento de las RBA desde 1998. Entre ellas, debe destacarse la creación de la Red Europea de Business Angels (EBAN), que aglutina directa e indirectamente a más de 250 RBA, respaldadas por 40.000 inversores.

El desarrollo de este tipo de inversores en España resulta complicado por la desconfianza de los inversores a aparecer en nada que pudiera ser considerado por la propia administración como un indicador de riqueza. En este contexto, es difícil que los emprendedores encuentren a los inversores cuando éstos no quieren ser identificados. Por otra parte, no existe beneficio fiscal alguno para los *business angels*<sup>3</sup>, a pesar del riesgo que soportan y de los beneficios de su actuación. Existe un documento concreto (Sánchez-Solé y Casanueva, 2009), que pone de manifiesto el injusto tratamiento de los *business angels* si operan como personas físicas, sobre todo en lo relativo a la compensación de pérdidas, en el impuesto sobre la renta, y en el impuesto sobre sucesiones y donaciones. Esta situación contrasta con la eliminación de la doble tributación de los rendimientos y plusvalías en las sociedades y fondos de capital riesgo, en virtud de la mencionada Ley 25/2005.

<sup>3</sup> Con la excepción de limitadas reducciones de la cuota en alguna comunidad autónoma.



Sánchez-Solé y Casanueva (2009) proponen un sistema que se apoye en las RBA, tanto por razones operativas (filtro de la calidad y viabilidad de los proyectos), como por constituir un instrumento clave para la supervisión y el control de los incentivos. Sobre esta base, proponen una reducción en la cuota del 25% en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, con un límite de 300.000 euros o el 10% de la base liquidable. En cuanto a los rendimientos, proponen la aplicación de la tributación de plusvalías, con compensación de pérdidas hasta un 25% de la base liquidable general. En el caso de *business angels* que operen a través de sociedades, proponen abrir un nuevo título en el impuesto sobre sociedades que sea similar al tratamiento de las entidades de capital riesgo.

En paralelo, creo que se debería abrir otra posibilidad para inversores con menos renta, admitiendo un programa de inversión directa en empresas pequeñas con los mismos beneficios fiscales y límites que la inversión en planes de pensiones (reducción a tipo marginal). Este tipo de incentivos sí que aumentaría la base de potenciales inversores visibles (porque tendrían que justificar su actuación para recibir el incentivo fiscal) que hiciera viable la creación de plataformas electrónicas para la identificación de inversiones, en las que se podrían agregar pequeñas aportaciones de muchos inversores en muchas empresas. Por otra parte, esta medida contribuiría al desarrollo futuro de una masa de potenciales oferentes y demandantes de títulos, que resultaría fundamental para la existencia de un verdadero mercado alternativo bursátil. Dicho mercado, a su vez, sería un apoyo fundamental para la liquidez y la rentabilidad de las operaciones de *business angels* e inversores de capital riesgo.

Por el carácter privado de las transacciones, no siempre realizadas a través de RBA, resulta difícil estimar el volumen total de inversiones realizadas por estos inversores particulares. En Estados Unidos, Wetzel y Freear (1993) estimaron que el mercado de capital riesgo informal tenía un tamaño 5 veces superior al mercado de capital riesgo organizado, en cuanto al volumen anual invertido, y 20 veces superior al considerar

el número de operaciones. En el Reino Unido, Harrison y Mason (1996) estimaron que las inversiones de los *business angels* duplicaban el volumen invertido por los operadores profesionales de capital riesgo. La ausencia de una cultura de inversión, unida al desfavorable tratamiento fiscal, determina unos valores muy alejados en el caso del mercado español.

El apoyo decidido a las iniciativas para la extensión de la figura del *business angel* no supone un problema para el mercado de capital riesgo formal. De hecho, se trata de inversores complementarios con la actuación de las entidades de capital riesgo, al entrar en empresas que, por su nivel de desarrollo, no serían siquiera consideradas por éstas. De hecho, el mercado de capital riesgo formal está más desarrollado en los países en los que la figura del *business angel* está más extendida, tanto por razones culturales como por la existencia de importantes incentivos fiscales.

## 5. EMISIONES DE DEUDA Y TITULIZACIÓN PARA LAS PYME

Además de las dificultades de las PYME para acceder a financiación mediante recursos propios, no es menos complicado el acceso al endeudamiento a largo plazo. En relación con la financiación bancaria, la limitada historia y la ausencia de garantías complican su acceso a estos recursos. En lo relativo a las emisiones de deuda, a la problemática de la carencia de garantías se une la reducida dimensión de las potenciales emisiones a largo plazo en los mercados. Esta circunstancia se traduciría en unos elevados costes de colocación, fijos en algunas de sus partidas, así como una reducida liquidez en el mercado secundario. Por ello, las PYME ven también limitado su acceso a financiación desintermediada a largo plazo.

En la actualidad, una de las formas para aumentar el flujo de financiación a las PYME se encuentra en los programas del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Tradicionalmente, pretendían apoyar la financiación de activos fijos con préstamos a largo plazo canalizados a través de bancos



y cajas de ahorro. Con el inicio de la crisis económica, el ICO ha ampliado su gama de préstamos para aportar también financiación para el circulante. Ahora, además de las intervenciones indirectas, en las que la concesión corresponde a entidades financieras asociadas a los programas, el ICO también ha lanzado el programa ICODirecto que supone poder realizar la petición de préstamos de hasta 200.000 euros para inversión o liquidez directamente en la red de la institución. Otra novedad reciente es el acuerdo con las sociedades de garantía recíproca (SGR), a través de la sociedad pública CERSA, para otorgar un segundo aval que permita que las SGR avalen préstamos de entidades privadas a PYME.

Para poder canalizar estos recursos, el ICO emite bonos a largo plazo en los mercados, con la garantía del Estado. Según informa esta institución, en 2010 otorgaron préstamos por 19.000 millones de euros en 300.000 operaciones de préstamo en líneas de mediación. Esta cifra sube hasta los 30.000 millones de euros si se añaden las operaciones directas del ICO.

Otra vía para aumentar el flujo de financiación hacia las PYME es constituir fondos de titulación que permitan a la entidad financiera que otorgó los citados préstamos cederlos a uno de estos fondos, con objeto de sacarlos de su balance y poder utilizar de nuevo esos recursos financieros. Esta práctica ha sido muy frecuente en el pasado para movilizar un parte notable de los préstamos hipotecarios, mediante su transferencia a fondos de titulación hipotecaria.

Los fondos de titulación hipotecaria se nutren con las aportaciones realizadas por los inversores finales que adquieren los bonos emitidos por el fondo. Los ingresos de los fondos de titulación se basan en los intereses y reembolsos de los préstamos hipotecarios cedidos por la entidad financiera. En este caso, la garantía para los adquirentes de los bonos son las propias hipotecas cedidas, con los derechos que conllevan sobre los activos subyacentes (propiedades inmobiliarias).

En el caso de los fondos de titulación para PYME el funcionamiento sería similar. Sin

embargo, deben citarse al menos dos diferencias:

- Los préstamos cedidos por la entidad financiera al fondo no suelen estar amparados por garantías de tipo real (salvo pignoración de acciones).
- Los plazos de los préstamos cedidos tienen una duración muy inferior a la de las hipotecas cedidas en los fondos de titulación hipotecaria.

Por ello, el principal problema consiste en la cobertura del riesgo de estas emisiones. Como respuesta, los Ministerios de Industria, Turismo y Comercio, y de Economía y Hacienda promovieron el programa FTPYME en el año 2000. A través de este programa se otorga el aval del Estado para respaldar los bonos emitidos por estos Fondos, siempre que las entidades financieras que les ceden sus activos reinviertan, al menos en un 80%, la liquidez obtenida en nuevos créditos para PYME. A su vez, los préstamos a titularizar deben haber sido concedidos a empresas no financieras domiciliadas en España, con un mínimo del 50% concedidos a PYME.

Según el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, desde su constitución este Programa ha permitido la emisión de bonos por 46.951 millones de euros, que han posibilitado la reinversión de más de 37.570 millones de euros en nuevos préstamos para PYMES.

El programa FTPYME contará en 2011 con 3.000 millones de euros en avales del Estado para respaldar los bonos emitidos por estos Fondos de Titulación, de los que 2.350 millones euros fueron ya asignados a finales de marzo de 2011. Los cinco fondos solicitantes deberán alcanzar un valor de emisión de 4.600 millones de euros. Contando con el compromiso de invertir el 80% en PYME, las entidades emisoras se comprometerían a canalizar préstamos a plazos no inferiores a un año a PYME por un importe de 3.680 millones de euros en los próximos dos años.





En definitiva, aún siendo un programa innovador, desde el punto de vista financiero, su aportación es muy limitada en términos globales como vía para canalizar recursos financieros a las PYME de forma masiva.

## 6. CONCLUSIONES

La existencia de asimetría informativa en las PYME limita su capacidad para acceder a financiación a largo plazo para desarrollar las inversiones que necesita para aprovechar sus oportunidades de crecimiento. Esta limitación impide desarrollar un crecimiento acelerado en la mayor parte de ellas.

En las últimas décadas, la innovación financiera ha dado algunas respuestas a esta carencia del mercado. Desde la perspectiva de los recursos propios, los inversores de *venture capital* surgieron en Estados Unidos para cubrir el llamado *gap* de financiación de las empresas innovadoras en proceso de crecimiento. Sin embargo, son pocas las empresas que cumplen las condiciones para acceder a este tipo de inversores. A pesar de su reducida extensión, en número de inversiones, los efectos que produce en las empresas participadas son muy beneficiosos para ellas y para el entorno en el que operan.

Como obstáculo adicional, el *venture capital* no ha cosechado en Europa los mismos logros que en Estados Unidos, observándose incluso una distorsión del concepto original hacia otras actuaciones en empresas medianas y grandes. De este modo, además del problema directo de financiación, bajo el término *private equity* se atiende la problemática de empresas no cotizadas, sobre todo en lo relativo a la solución de conflictos accionariales, sucesión y salida del empresario y de fragmentación empresarial.

Aunque el número de intervenciones sigue siendo cuantitativamente bajo, el concepto extendido de capital riesgo permite que un amplio colectivo de empresas que no tienen acceso a los mercados de capitales, incluso empresas que se catalogarían como grandes, puedan tener

la opción de resolver problemas de financiación y/o de liquidez. Debe recordarse que estas son dos de las funciones que precisamente deberían cubrir los mercados de valores. Pero este conjunto de actuaciones puede estrangularse en España si no se consigue movilizar hacia el capital riesgo una pequeña parte de los recursos de los fondos de pensiones nacionales, que siguen precisando para subsistir de la existencia de un incentivo fiscal muy potente. La realidad señala que sólo se centran en inversiones puramente financieras y, de forma no despreciable, en destinos fuera de España. Por ello, creo que una contrapartida a cambio de dicho incentivo sería justificable en estos momentos.

Otra salida que aumentaría mucho el flujo de financiación hacia las PYME sería la extensión de la figura del *business angel*, dotándola de incentivos que realmente atrajeran el interés de los inversores particulares y aumentararan su deseo por hacerse visibles. El incentivo que se requeriría, dado el riesgo asumido y el papel que podrían desempeñar, debería incluir las aportaciones a fondos que invirtieran en PYME, en las mismas condiciones ahora ofrecidas a los fondos de pensiones. Incluso se podrían generalizar las aportaciones directas de particulares a pequeñas empresas permitiendo que se diera sentido y contenido a plataformas de *business angels*.

En el apartado de deuda, la carencia de garantías y de referentes lleva tiempo siendo cubierta a través de las actuaciones del ICO y de las SGR. A ellas se han unido desde el año 2000 las iniciativas de dos ministerios para fomentar la rotación de deuda hacia PYME a través de fondos de titulización. Sin embargo, el resultado es menos efectivo que el desarrollado a través del ICO, y sólo un puñado de entidades financieras se han comprometido a lanzar fondos de este tipo, asumiendo los compromisos inherentes a ellos de canalizar nueva deuda hacia las PYME con los recursos liberados por la transferencia de sus préstamos a dichos fondos.

En definitiva, todas estas iniciativas sólo contribuyen a paliar parcialmente el hueco de financiación de las PYME, cuando están en crecimen-



to, siendo incluso insuficientes para mantener siquiera su nivel de actividad cuando la situación económica se deteriora. Quizá deba reflexionarse sobre un cambio de filosofía en los criterios de asignación de préstamos por las entidades financieras, tan obsesionadas en el pasado por la aportación de garantías reales, con los efectos que todos hemos comprobado desde 2008 para ellas y para el funcionamiento del sistema económico en general.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALBOA, M. y MARTÍ, J. (2004). «From Venture Capital to Private Equity: The Spanish Experience». *Journal of Private Equity*, 7(2), 54-63.
- CARPENTER, R.E. y PETERSEN, B.C. (2002). «Is the growth of small firms constrained by internal finance?». *Review of Economics and Statistics*, 84(2): 298-309.
- GASTON, R., (1989), *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*. Nueva York: Wiley.
- HARRISON, R. y MASON, C. (1996). *Informal Venture Capital*. London: Prentice Hall.
- MARTÍ PELLÓN, J. (2002). *Oferta y demanda de capital riesgo en España, 2001*. Madrid: Civitas.
- MARTÍ PELLÓN, J. y SALAS DE LA HERA, M. (2011). «El capital riesgo en España. 2010». Disponible en: <http://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=M5>
- MARTÍ PELLÓN, J., SALAS DE LA HERA, M. y ALFÉREZ, A. (2011). *Impacto económicos y social del capital riesgo en España*. Madrid: ASCRI.
- MEGGINSON, W. y WEISS, K. (1991). «Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings». *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.
- MEYER, T. y MATHONET, P. (2005). *Beyond the J Curve: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958). «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment». *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- MYERS, S. (1984). «The Capital Structure Puzzle». *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information Investors do not have». *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- SAHLMAN, W. A. (1990). «The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations». *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- SÁNCHEZ-SOLÁ, S. y CASANUEVA, F. (2009). Propuesta de medidas fiscales de fomento de la figura de los Business Angels en España. Madrid: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
- WEZTEL, W. y FREEAR, J. (1993). «Starting a Private Investor Network: Reflections on the History of VCN». En: HARRISON, R.T. y MASON, C.M. (eds.), *Informal Venture Capital: Information, Networks and Public Policy*. Hemel Hempstead: Woodhead-Faulkner.



# LA PYME EN LA EXPORTACIÓN DE LA INDUSTRIA ESPAÑOLA

**Rafael Myro**  
**Universidad Complutense de Madrid**  
**Federico Pablo Martí**  
**Universidad de Alcalá**

## RESUMEN EJECUTIVO

En este trabajo se identifican aquellos conjuntos empresariales en los que el patrón de exportación de España revela particulares debilidades. Éstas se encuentran sobre todo en el universo de pequeñas empresas, del que aquí se ha considerado a las que cuentan con menos de 200 trabajadores, en función de la información estadística disponible, procedente de la Encuesta de Estrategias Empresariales (ESEE). En líneas generales, se ha corroborado la presencia de un déficit exportador en las PYMEs españolas, cuando se comparan con las grandes empresas, que es general a la mayor parte de los sectores cuando se examina el porcentaje de empresas que exporta, destacando por sus bajos niveles las industrias más tradicionales. Ello pone de relieve la necesidad de un mayor apoyo a la internacionalización, sobre todo en el caso de las PYMES, así como de mejorar sus estrategias en costes y precios, redoblando los esfuerzos dirigidos a aumentar su productividad.

## 1. INTRODUCCIÓN

El elevado déficit exterior de España ha atraído en los últimos años críticas a nuestro patrón productivo, más allá del elevado peso que ha adquirido en él el sector de la construcción. No obstante, las críticas se han amortiguado en los años

de crisis, al profundizar en nuestro sector exterior y comprobar el buen comportamiento comparado de nuestras exportaciones ya desde el comienzo del nuevo siglo, en el marco de una intensa competencia internacional, promovida por la emergencia de China como potencia exportadora y a pesar de la desfavorable evolución de los precios y tipos de cambio reales españoles (Myro y Álvarez, 2010, Antrás, 2010; Myro, 2011).

Aún así, España posee una propensión a exportar bienes sobre el PIB ligeramente inferior a los países grandes de la UE (Álvarez, 2011), lo que puede atribuirse al hecho, también explorado en la discusión sobre este asunto, de que las exportaciones españolas se concentran en un número relativamente reducido de grandes empresas (Rodríguez, 2008), de forma que las PYMES tienen ante sí el formidable reto de dirigirse en mayor medida a los mercados exteriores, haciendo posible una mejora de nuestra cuota de exportación.

En consonancia con este reto, el propósito de estas páginas es profundizar en la posición diferencial de las PYMES con respecto a las grandes empresas en la exportación de los diferentes sectores industriales, utilizando para ello la Encuesta sobre Estrategia Empresariales (ESEE), que elabora la Fundación SEPI por encargo del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



El orden que se seguirá en la exposición será el siguiente. Tras esta introducción, en un primer apartado se tratará la intensidad exportadora de las empresas españolas; a continuación, su propensión a exportar. Sobre este análisis, en un tercer apartado, se definirán los sectores y tipos de empresas en los que se concentra el déficit exportador español. En el cuarto apartado, se estudiará como acceden las empresas a la exportación, y en el quinto se discutirá el papel que pueden desempeñar la productividad y los costes laborales en que lo hagan con mayor o menor intensidad. El trabajo se cierra con unas breves conclusiones.

## 2. LA INTENSIDAD EXPORTADORA

Como ya se ha adelantado, la exportación es una actividad protagonizada por la gran empresa. En 2005, menos de 200 empresas eran responsables

del 60 por 100 de las ventas exteriores, y no llegaban a 1.000 las que sumaban el 80 por 100 del total (Cuadro 1). En realidad, éste no es un rasgo particular de la economía española, sino que se hace extensivo a muchas otras, comenzando por la estadounidense.

La Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) permite indagar en el papel jugado por la dimensión empresarial en la esfera de la exportación, distinguiendo entre empresas de menos de 200 trabajadores y aquellas otras que emplean un volumen superior. Esta división por tamaños no es la más apropiada cuando se quiere estudiar la eficiencia empresarial, pues en esta faceta el núcleo de los problemas de las empresas españolas parece encontrarse en el tramo de menos de 50 trabajadores (Antrás, 2010), pero resulta bastante adecuada para el análisis que pretende realizarse en esta sección, dado el sesgo hacia las mayores dimensiones de la empresa exportadora.

**CUADRO 1. HETEROGENEIDAD EMPRESARIAL EN LA EXPORTACIÓN, 2005**

	Número	Porcentaje de las exportaciones totales
Top 1%	176	60,9
Top 5%	887	80,0
Top 10%	1.774	87,9
Total	17.740	100,0

Fuente: D. Rodríguez, «Heterogeneidad y competitividad exterior de las empresas industriales», *Papeles de Economía Española*, núm. 116, pp. 140-151, Funcas, 2008.

Aunque se dispone de datos para 2008, se utilizarán preferentemente los referidos a 2007, por tratarse de un año más normal desde el punto de vista económico. Pues bien, resulta evidente la discrepancia en el porcentaje de empresas que exportan entre los dos segmentos de tamaño señalado, a favor del integrado por las de mayor dimensión y para todas las actividades industriales examinadas, con la única salvedad de las de

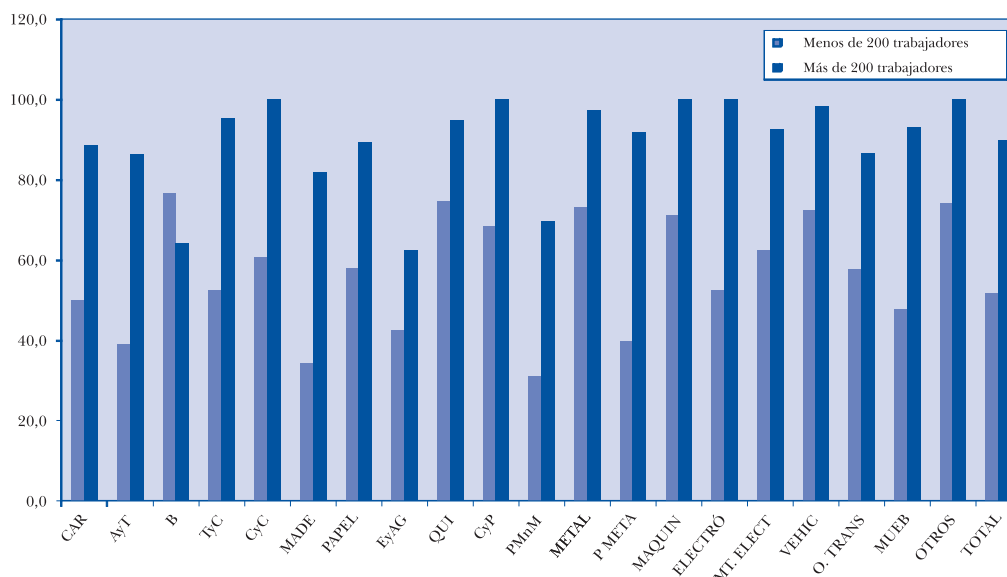
bebidas (Gráfico 1). Como media, exportan más del 80 por 100 de las empresas de mayor dimensión, y solo algo más de la mitad las de tamaño inferior. Además, el porcentaje medio de firmas que exportan (o ratio de intensidad exportadora, EI) es alcanzado muy frecuentemente entre las grandes (únicamente tres actividades de las veinte contempladas no llegan a él) y no lo es tanto entre las pequeñas (seis en esta ocasión).

Debe pues profundizarse en la situación de las empresas con menor número de trabajadores, estableciendo sus diferencias con la media en lo que atañe a la intensidad exportadora, y considerando al mismo tiempo la evolución de esta variable, en tasas de variación, a lo largo del periodo 2000-2008 (Gráfico 2).

De esta manera, pueden aislarse aquellas actividades industriales más problemáticas, esto es, las que tienden a exportar en menor proporción (inferior IE) y no han evolucionado en

esa faceta durante los últimos años. Despuntan las dos siguientes: electrónica (máquinas de oficina y proceso de datos, en la clasificación de la ESEE) y productos metálicos. También madera, productos de minerales no metálicos y edición y artes gráficas, que experimentan avances, pero modestos. Con menores dificultades, cabría asimismo añadir a esta nómina de actividades problemáticas las cárnicas y los muebles, e incluso alimentación y tabaco. Todas las empresas encuadradas en estas ramas conforman un primer ámbito que solicita atención.

**GRÁFICO 1. PORCENTAJE DE EMPRESAS EXPORTADORAS EN 2007, POR ACTIVIDADES**



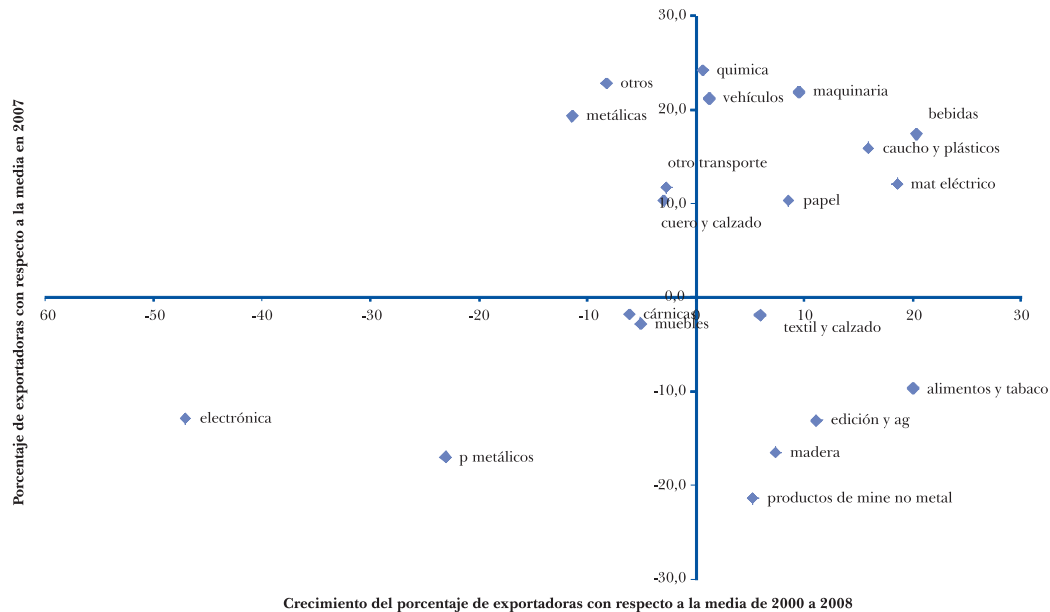
Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

En el extremo opuesto, despiertan las pequeñas firmas de química, maquinaria, vehículos, bebidas, material eléctrico o caucho y plásticos, con porcentajes elevados de exportadoras, alrededor del 70 por 100, y en crecimiento registrado.

Este primer acercamiento ha de ser completado con otro referido a la propensión a exportar (PE), es decir, a la importancia porcentual

de los envíos al exterior en las ventas de las empresas.

Esta variable es decisiva, habiendo tendido a aumentar con dispar intensidad en la mayoría de los sectores, si se exceptúan equipo de telecomunicaciones y aquellos menos encaminados a los mercados exteriores (Álvarez y Vega, 2011). En el conjunto de la economía ha tendido a crecer ligeramente, sobre todo cuando se consideran sólo bienes.

**GRÁFICO 2. EMPRESAS EXPORTADORAS DE MENOS DE 200 TRABAJADORES****3. LA PROPENSIÓN A EXPORTAR**

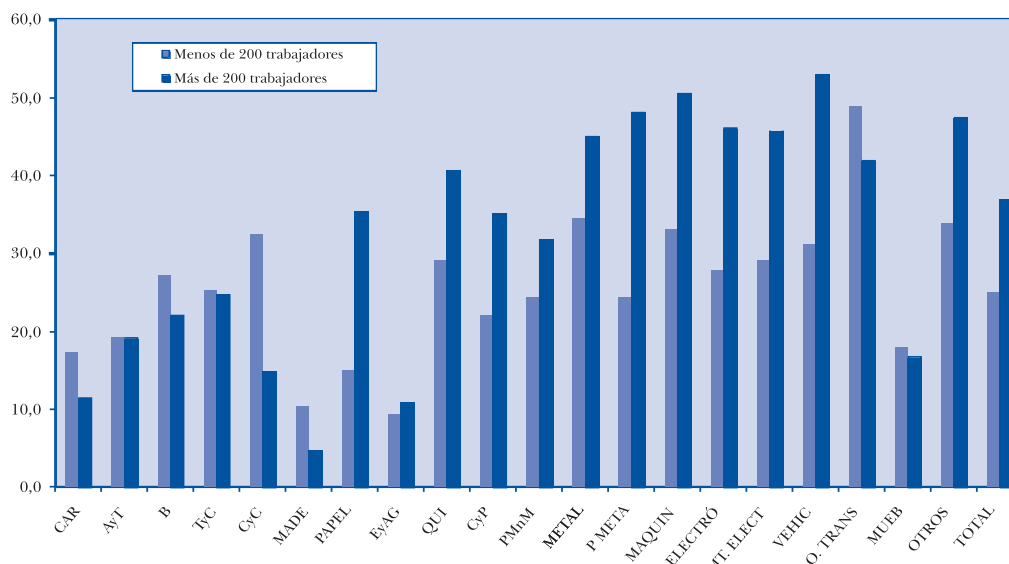
Al contemplar la importancia que poseen las exportaciones en las ventas totales de las empresas, surgen de nuevo diferencias entre grandes y pequeñas. En promedio, las primeras enviaban al exterior, a la altura de 2007, un 36,9 por 100 de su producción, frente al 25,1 por 100 de las segundas, una brecha de casi 12 puntos porcentuales. No obstante, en esta ocasión aparecen más actividades donde las pequeñas sobresalen en la comparación: cónicas, alimentos y tabaco, bebidas, textil y confección, cuero y calzado, madera y muebles (Gráfico 3). Sin embargo, dejando al margen bebidas y cuero y calzado, ello no obedece a una elevada orientación de las empresas pequeñas a los mercados exteriores, sino a una menor orientación de las grandes. Un hecho que sugiere la existencia de problemas generales, sectoriales, que afectan igualmente a las grandes firmas y que han sido puestos de relieve en algunos estudios (Álvarez y Vega, 2011).

En todo caso, la consideración exclusiva de las empresas de capital español, es decir, no contro-

ladas por el capital extranjero, permite matizar este extremo. La distancia en propensión a exportar entre empresas nacionales y extranjeras se amortigua con el tamaño. En otras palabras, las empresas pequeñas nacionales exportan sensiblemente menos que las extranjeras (Cuadro 2). Una constatación que señala más bien al tamaño, y no a las características generales del sector, o a su competitividad, como causa de la baja propensión exportadora.

Más en concreto, de entre las ramas anteriormente mencionadas, en las de cónicas o de alimentos y tabaco, el problema parece hallarse más en las pequeñas empresas, mientras que en muebles es un problema sectorial, de empresas nacionales y extranjeras, y en textil y confección, en cambio, incide en todo el conjunto de empresas de capital doméstico, grandes y pequeñas.

Hay actividades en las que las pequeñas empresas nacionales brillan con respecto a las extranjeras, como bebidas, metálicas u otro material de transporte. En este último caso son las grandes empresas de capital nacional las que tienen un déficit de orientación hacia los mercados exteriores.

**GRÁFICO 3. PROPENSIÓN A EXPORTAR EN 2007, POR ACTIVIDADES**


Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

**CUADRO 2. IMPORTANCIA DEL CAPITAL EXTRANJERO EN LA EXPORTACIÓN, 2007 (Diferencias en la propensión a exportar de las empresas participadas y no participadas)\***

Sectores	Menos de 200 trabajadores	Más de 200 trabajadores
Industria cárnica	22,5	-
Productos alimenticios y tabaco	12,6	-2,5
Bebidas	-17,1	2,5
Textiles y vestido	28,2	32,7
Industria de la madera	-	5,2
Industria del papel	20,0	1,1
Edición y artes gráficas	-3,8	2,2
Productos químicos	19,7	12,4
Productos de caucho y plástico	10,7	17,9
Productos minerales no metálicos	15,9	-13,3
Metales férreos y no férreos	-16,6	-0,2
Productos metálicos	41,5	-6,4
Máquinas agrícolas e industriales	6,9	-3,9
Máquinas de oficina y proceso de datos	-	-35,1
Maquinaria y material eléctrico	37,0	10,0
Vehículos de motor	28,9	-1,3
Otro material de transporte	-14,0	17,9
Industria del mueble	-9,2	-14,2
Otras industrias manufactureras	-5,3	45,2
<i>Total</i>	<i>22,9</i>	<i>8,8</i>

Nota: (\*) Diferencias entre las empresas mayoritarias de capital extranjero y las que no tienen ninguna presencia de éste.  
Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



A fin de completar el análisis precedente, conviene fijar la atención ahora en la evolución de la propensión a exportar entre los años 2000 y 2008.

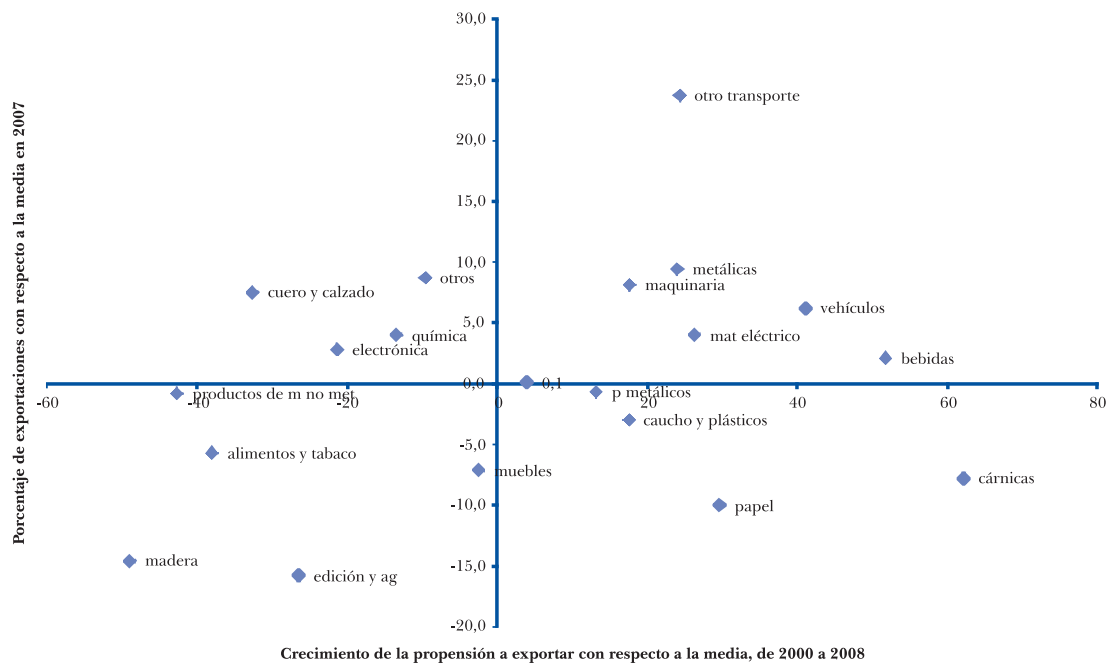
Algunos de los sectores en los que las pequeñas empresas poseen bajas propensiones a exportar, éstas han crecido menos que la media durante la etapa observada (Gráfico 4). Se trata de productos de minerales no metálicos, alimentos y tabaco, madera, muebles, edición y artes gráficas. También es el caso de papel, porque el aumento que muestra se debe únicamente a 2008; o de electrónica (máquinas de oficina y proceso de datos en la clasificación de la ESEE), con alta propensión a exportar, pero en decrecimiento (en química y cuero y calzado el descenso es coyuntural).

La imagen referida a las empresas grandes es algo diferente de la anterior (Gráfico 5). Aquí destacan las reducciones, si bien ello se debe en parte a un efecto negativo mayor de 2008.

Son sobre todo las empresas de cuero y calzado, edición y artes gráficas, y madera, pero también las de cárnicas, alimentos y tabaco, productos de minerales no metálicos, textil y confección, madera, bebidas, muebles. Aunque no cabe descartar que en los casos de alimentos y tabaco, productos de minerales no metálicos y muebles sean las grandes firmas extranjeras las que han perdido cuota exportadora.

Entre las grandes empresas, sobresalen algunas por su alta propensión a exportar y el crecimiento más intenso en este indicador: química, productos metálicos, metálicas, maquinaria, vehículos, material eléctrico y electrónica. Estas actividades también resaltan entre las pequeñas, aunque no en la misma proporción. Por otra parte, éstas añaden a la lista de las mejores actividades las de otro material de transporte y bebidas, con peor comportamiento entre las grandes.

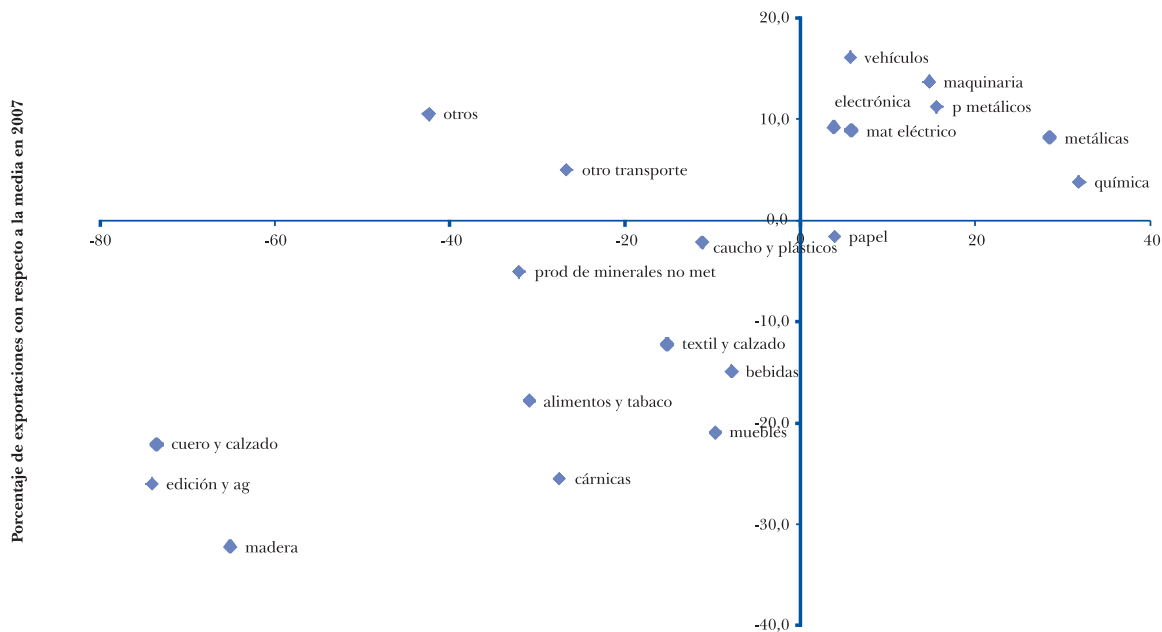
**GRÁFICO 4. PROPENSIÓN A EXPORTAR DE EMPRESAS DE MENOS DE 200 TRABAJADORES**



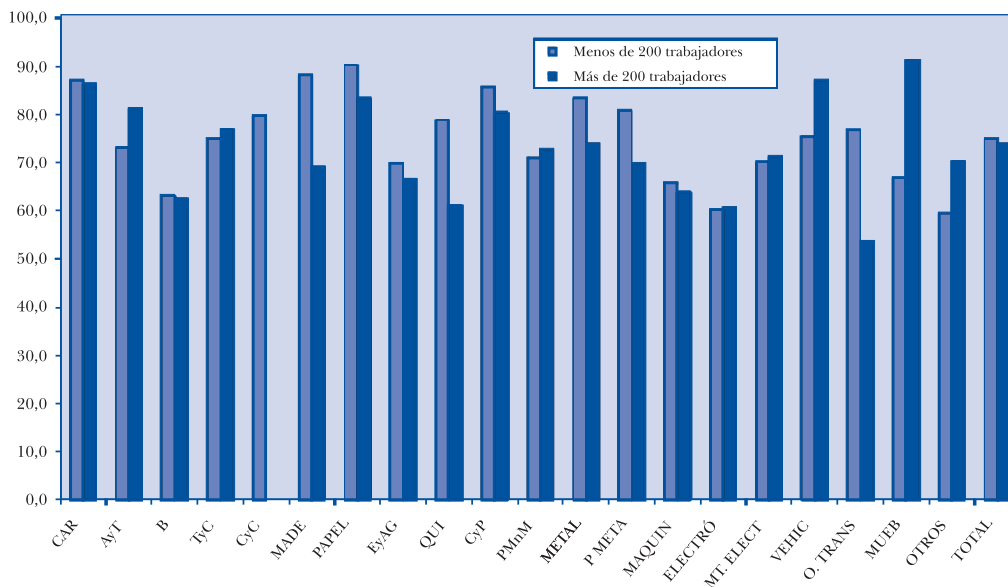




**GRÁFICO 5. PROPENSIÓN A EXPORTAR DE EMPRESAS DE MÁS DE 200 TRABAJADORES**



**GRÁFICO 6. PORCENTAJE DE EXPORTACIONES A LA UE EN 2006-2009, POR ACTIVIDADES**



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



El panorama ofrecido hasta ahora puede complementarse con el del porcentaje de las exportaciones destinadas a la Unión Europea, un mercado exigente. Es muy similar para grandes y pequeñas empresas, difiriendo en una mayor medida por actividades industriales (Gráfico 6).

#### 4. EL DÉFICIT EMPRESARIAL EN LA EXPORTACIÓN

Según se desprende de lo hasta ahora expuesto, existe un catálogo de actividades industriales que requieren especial apoyo, tanto para aumentar el porcentaje de las empresas que se encaminan a los mercados exteriores, como para incrementar la proporción de producción que dirigen a ellos. Todas estas actividades registran un déficit de exportación desde la perspectiva empresarial. Este déficit se refiere sobre todo a las pequeñas empresas, pero atañe también a las grandes.

El Cuadro 3 distingue, en función de los valores de los indicadores manejados en las páginas anteriores, entre las actividades que realmente muestran un déficit comparado en materia de exportación, y reclaman por ello una mayor ayuda (aparecen marcadas en azul oscuro), las que presentan una posición más sólida, pero requerida de un reforzamiento (en color azul claro) y las restantes, más dinámicas y con una firme orientación al exterior (en color negro).

Entre las primeras, las de déficit claro, se encuentran: cárnicas, productos alimenticios y tabaco, textiles y confección, madera, papel y edición y artes gráficas, productos de minerales no metálicos y electrónica (maquinaria de oficina, proceso de datos...). En estos casos, no son solo las pequeñas empresas las que manifiestan una posición deficitaria en materia de orientación a los mercados exteriores. También las grandes, salvo en las ramas de papel y electrónica.

Pero todas las actividades citadas no poseen la misma posición competitiva. La propensión a exportar no es un indicador inequívoco de competitividad, sino uno entre otros. Así, en el caso de los alimentos, textiles, papel y productos de minerales no metálicos, aunque la propensión a exportar es baja, la cuota en las exportaciones mundiales es elevada (Álvarez y Vega, 2011), porque el tejido productivo español dedicado a estas actividades es muy amplio. Sin embargo, en electrónica el tejido industrial es pequeño y la cuota en las exportaciones mundiales, insignificante, reflejando el déficit tecnológico que posee España.

Esto quiere decir que la solución del déficit de exportación en el caso de las primeras industrias citadas requiere de apoyos dirigidos a la mejora de la calidad, a la implantación exterior y a la creación de departamentos de marketing exterior y de creación de marca. En cambio, en electrónica, la apuesta clave es de impulso de la I+D.

Adicionalmente, se descubren deficiencias notables en las grandes empresas, de las que no participan las pequeñas, en los casos de bebidas y otro material de transporte, dos sectores también de amplia base productiva, en los que puede presumirse que hace falta mayor desarrollo tecnológico y mejoras en la calidad.

Por lo demás, necesitan reforzamientos aquellos sectores que han mantenido un buen comportamiento, como cuero y calzado y mueble, en los que las grandes empresas están poco abiertas al exterior; productos químicos, caucho y plásticos y maquinaria y material eléctrico, donde todavía existe una distancia apreciable con respecto a las competidoras extranjeras, aunque muy probablemente ésta se justifica por diferencias en la especialización dentro de cada sector, esto es, por su especialización intra-industrial. También productos metálicos, pero en el tramo de empresas pequeñas.



**CUADRO 3. EL DÉFICIT EMPRESARIAL EN LA EXPORTACIÓN, 2000-2008.**

Sectores	Menos de 200 trabajadores				Más de 200 trabajadores					
	IE 2007 (%)	Variación IE 2000-2008 (puntos %)	PE 2007 (%)	Variación IE 2000-2008 (puntos %)	Comparación PE extranjeras	IE 2007 (%)	Variación IE 2000-2008 (puntos %)	PE 2007 (%)	Variación PE 2000-2008 (puntos %)	Comparación PE extranjeras
Industria cárnica	50,0	1,1	17,3	9,0	22,5	88,9	-0,8	11,4	-3,5	-
Productos alimenticios y tabaco	39,0	10,0	19,4	-8,1	12,6	86,2	-6,2	19,1	-6,3	-2,5
Bebidas	76,7	16,1	27,2	11,8	-17,1	64,3	4,7	22,0	-0,9	2,5
Textiles y vestido	52,5	6,6	25,2	2,5	28,2	95,2	-0,6	24,7	-4,1	32,7
Cuero y calzado	60,8	3,3	32,6	-8,4	-	100,0	0,0	14,8	0,0	-
Industria de la madera	34,3	5,2	10,5	-8,5	-	81,8	6,2	4,7	-10,8	5,2
Industria del papel	58,1	9,4	15,1	6,3	20,0	89,5	-2,8	35,3	2,3	1,1
Edición y artes gráficas	42,4	6,8	9,3	-2,2	-3,8	62,5	-6,8	10,9	-15,2	2,2
Productos químicos	74,6	6,5	29,1	-1,7	19,7	95,1	-5,7	40,7	9,7	12,4
Productos de caucho y plástico	68,4	13,8	22,1	4,6	10,7	100,0	3,2	35,1	-3,0	17,9
Productos minerales no metálicos	31,1	4,0	24,3	-13,0	15,9	69,8	-15,4	31,8	-11,8	-13,3
Metales ferreos y no ferreos	73,3	-2,4	34,5	9,6	-16,6	97,4	0,3	45,1	12,2	-0,2
Productos metálicos	39,8	-6,6	24,4	4,6	41,5	91,7	-6,6	48,1	7,7	-6,4
Máquinas agrícolas e industriales	71,0	11,6	33,2	7,5	6,9	100,0	2,3	50,6	8,3	-3,9
Máquinas de oficina y proceso de datos	52,6	-26,7	27,9	-4,5	-	100,0	0,0	46,1	3,0	-35,1
Maquinaria y material eléctrico	62,7	14,2	29,1	7,6	37,0	92,7	-5,6	45,8	3,7	10,0
Vehículos de motor	72,7	6,6	31,3	13,1	28,9	98,4	-1,8	53,0	4,4	-1,3
Otro material de transporte	57,7	3,5	48,8	12,1	-14,0	86,7	-1,7	41,9	-13,3	17,9
Industria del mueble	47,7	1,6	18,0	1,0	-9,2	93,3	-7,1	16,7	-1,2	-14,2
Otras industrias manufactureras	74,3	0,0	33,8	-0,5	-5,3	100,0	0,0	47,4	-23,7	45,2
<b>Total</b>	<b>51,8</b>	<b>4,2</b>	<b>25,1</b>	<b>2,0</b>	<b>22,9</b>	<b>89,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>36,9</b>	<b>1,1</b>	<b>8,8</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Encuesta sobre estrategias empresariales.



## 5. EL ACCESO A LA EXPORTACIÓN

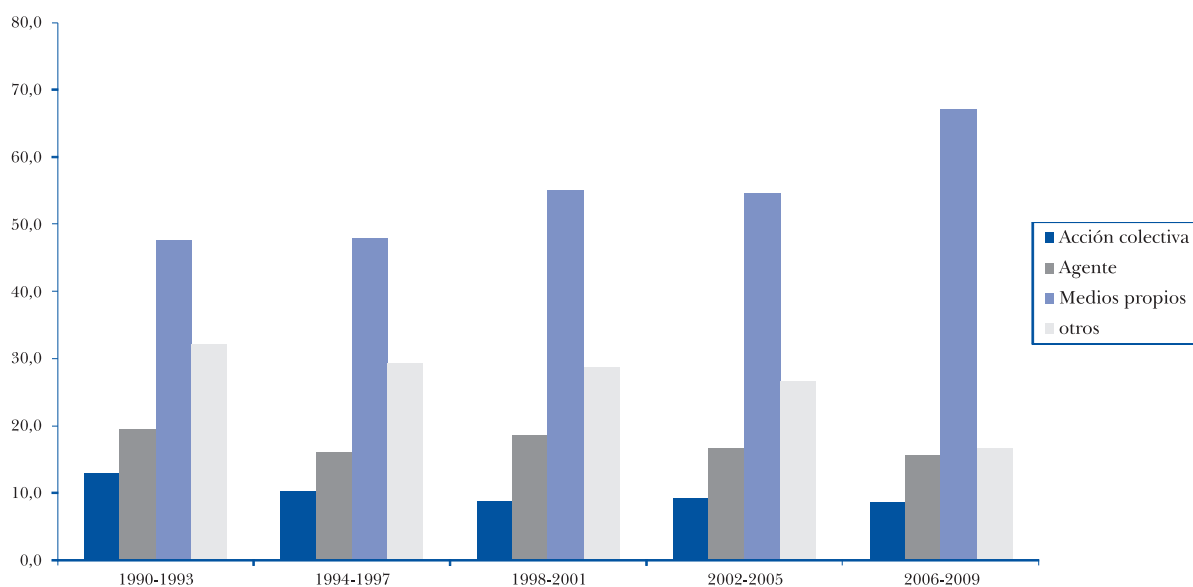
Una cuestión que interesa sobremanera desde el plano del apoyo a la internacionalización es la de las vías de las que se valen las empresas a la hora de orientar sus ventas al exterior. Afortunadamente, la ESEE facilita alguna información al respecto. Distingue entre el recurso a la acción colectiva, el uso de un agente especializado, la utilización de medios propios y otros mecanismos.

Tanto las pequeñas empresas como las grandes han recurrido preferentemente, y de forma creciente, a medios propios para el impulso de sus exportaciones (Gráficos 7 y 8), lo que podría ser valorado positivamente, como indicativo de una apuesta más decidida y personalizada por la exportación. Sin embargo, no cabe excluir que refleje también, o principalmente, la falta de instrumentos de apoyo para las empresas más

pequeñas, a la luz de los resultados expuestos con anterioridad.

En este sentido, llama la atención la escasa importancia que desempeña, en el caso de las pequeñas empresas, la acción colectiva, referida al apoyo público y de organizaciones sectoriales. Es similar a la que tiene entre las grandes, lo que no parece deseable. Además, en ambos tipos de empresas, esa importancia cae hasta representar solo un 8 por 100. Entre las pequeñas, va acompañada de una disminución del papel del agente especializado, un recurso que acaba suponiendo porcentajes semejantes al los que anota entre las grandes empresas. De nuevo, cabría interpretar esta evolución como el resultado de una mayor exigencia por parte de las pequeñas firmas para sus planes de internacionalización, pero quizá es solo el reflejo de que el agente especializado se ha hecho más caro y menos efectivo.

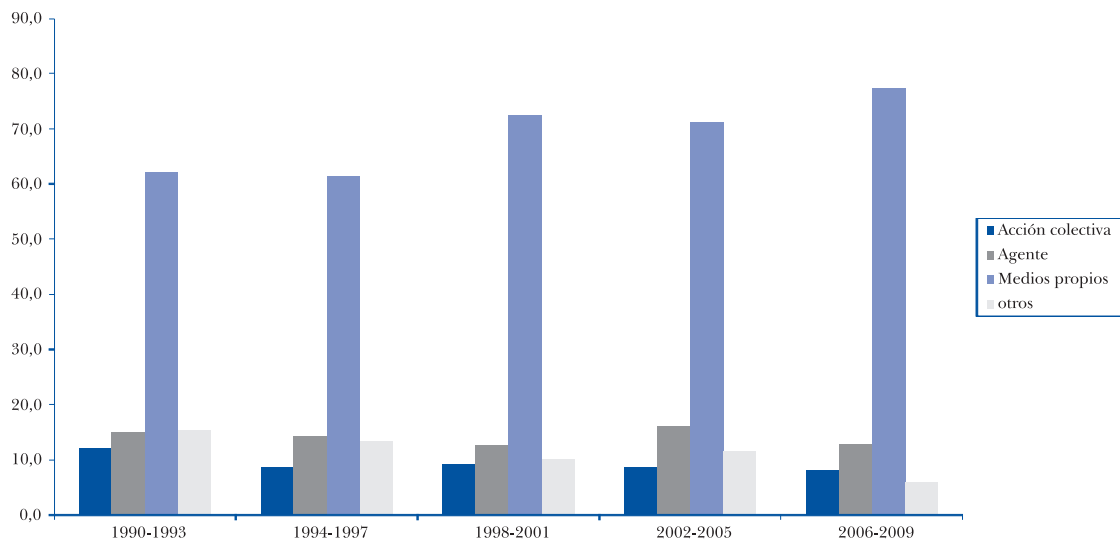
**GRÁFICO 7. MEDIOS DE ACCESO A LA EXPORTACIÓN**  
(empresas con menos de 2000 trabajadores)



Fuente: Encuesta de Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación Sepi, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

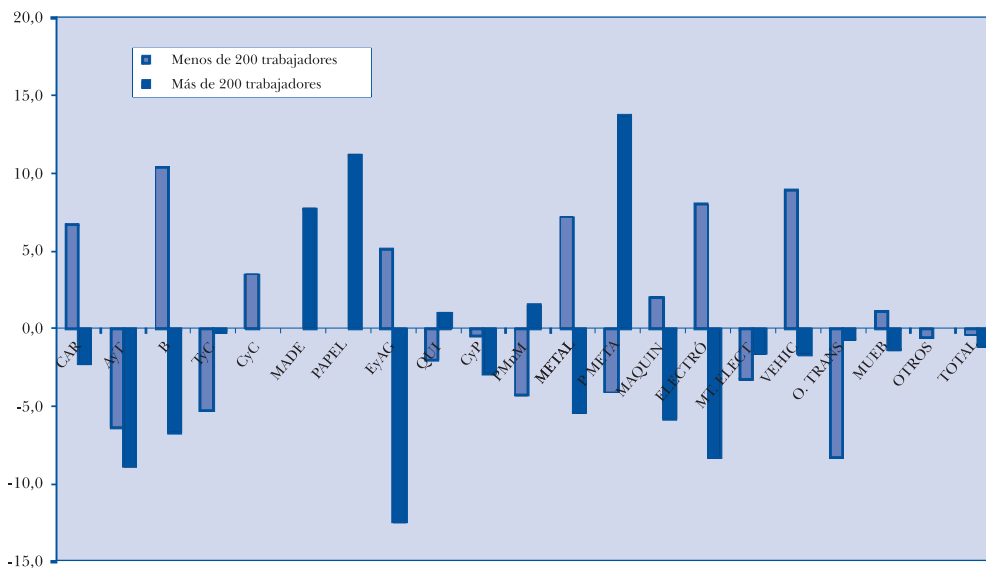


**GRÁFICO 8. MEDIOS DE ACCESO A LA EXPORTACIÓN  
(empresas con más de 2000 trabajadores)**



Fuente: Encuesta de Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación Sepi, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

**GRÁFICO 9. EVOLUCIÓN DEL ACCESO A LA EXPORTACIÓN  
POR ACCIÓN COLECTIVA (1998-2009)**



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



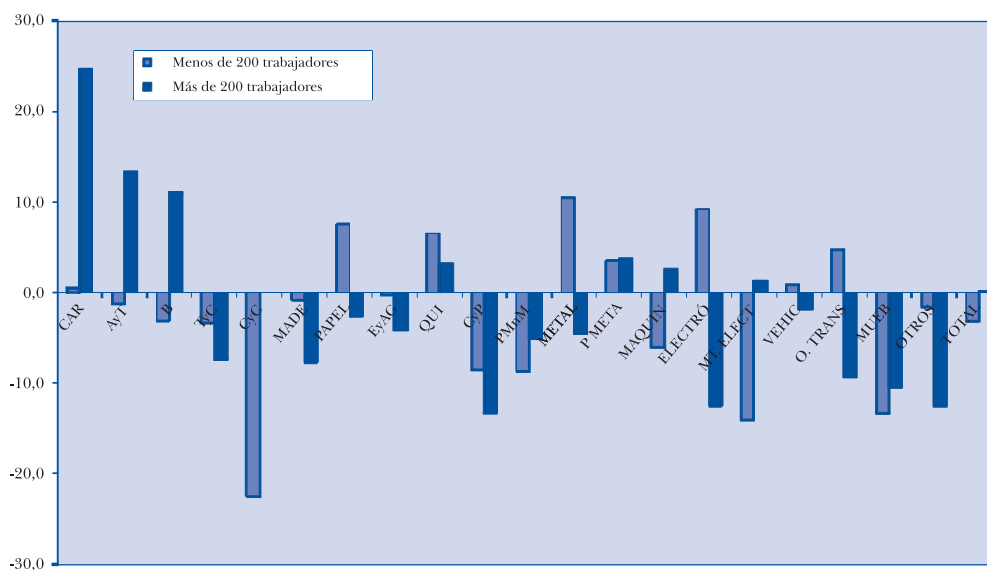
Descendiendo al detalle sectorial, se observa que el descenso en la acción colectiva es bastante más generalizado entre las grandes empresas que entre las pequeñas (Gráfico 9). En estas últimas, ha ganado peso en varios de los sectores con buenos resultados, bebidas, metálicas, maquinaria, electrónica y vehículos, mientras que lo ha perdido en algunos otros con malos registros, como alimentos y tabaco y textil y confección. Ello podría avalar la idea de una necesidad más acuciada de apoyo público. No es algo fácil de dilucidar sin un estudio con mayores datos y en el que se introduzcan estos factores junto a otros determinantes de las exportaciones.

Si se toman datos referidos a los años comprendidos entre 2006 y 2009, la acción colectiva parece haber cobrado más protagonismo en algunos sectores, si bien dentro del colectivo de grandes empresas: cárnicas, textil y confección, electrónica y otro material de transporte. Ello podría expresar un incremento reciente del apoyo público o de las organizaciones empresariales a la exportación, aunque encauzado a

medianas y grandes empresas, no tanto a las más pequeñas, quizá respondiendo a la búsqueda de una mayor eficacia a corto plazo.

El mismo análisis realizado para el acceso a través de un agente especializado (Gráfico 10), revela una reducción generalizada en el caso de las pequeñas empresas, pero no tanto en el de las grandes, lo que no respalda claramente la presunción de que esta vía se haya hecho más cara, favoreciendo el que las empresas asuman internamente la organización de la entrada en los mercados exteriores. En particular, llama la atención que en tres sectores donde las grandes empresas logran peores resultados, cárnicas, alimentos y tabaco y bebidas, el recurso a este medio haya aumentado, algo que no ha ocurrido en el caso de las pequeñas empresas durante el periodo explorado. Sin embargo, si se examinan exclusivamente los años 2006-2009, se comprueba que también las pequeñas empresas se han servido en mayor medida de un agente especializado en los sectores mencionados, además de en el textil y la confección y el mueble.

**GRÁFICO 10. EVOLUCIÓN DEL ACCESO A LA EXPORTACIÓN A TRAVÉS DE UN AGENTE ESPECIALIZADO (1998-2009)**



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

En definitiva, de lo expuesto puede extraerse un aval para el impulso de la exportación, sobre todo en las pequeñas empresas, así como para el incremento de la oferta de servicios especializados. Al mismo tiempo, cabe deducir la necesidad de apoyo a que las empresas desarrollen sus medios propios, mediante departamentos específicos de *marketing* exterior.

Es esta faceta de apoyo a los servicios de *marketing* exterior la que parece clave para conseguir resultados, más que cualquier otra, como la provisión de servicios financieros. En una reciente encuesta realizada a empresas muy pequeñas de los sectores manufactureros TIC descubrimos que todas poseían niveles de propensión a exportar altos, basados en tecnologías propias, y que la financiación no había sido un obstáculo para su desarrollo (Myro, Díaz de la Guardia y otros, 2008).

Por otra parte, la provisión de servicios de *marketing*, sobre todo de los públicos, debería guiarse por el éxito conseguido por algunas empresas en determinados mercados. Contemplar el binomio «producto-mercado» puede ser clave para establecer buenas guías (Easterly y otros, 2009).

## 6. COSTES, PRODUCTIVIDAD Y MÁRGENES

En el transcurso de la última década, el crecimiento de las exportaciones españolas se ha visto afectado por un alza notable en los costes laborales, que solo parcialmente se ha trasladado a los precios, los cuales, no obstante, han aumentado más que en el resto de los países comunitarios. Sin duda, las empresas han compensado sus superiores costes laborales con ahorros de diversa índole, pues de otra manera el ascenso más moderado en los precios no habría sido compatible con las altas cifras de rentabilidad registradas, destacadas en la comparación con el resto del área integrada (Myro y Álvarez, 2010).

No está claro, sin embargo, si tales compensaciones igualmente han tenido lugar en el segmento de las pequeñas empresas, o si, por el contrario, éstas se han visto perjudicadas en mayor proporción por la elevación de los costes laborales, y ello ha repercutido en su competitividad exterior. Bien podría suceder que tras su menor propensión a exportar y el descenso en esta ratio que muestran en algunos sectores se escondieran no solo problemas de tamaño sino también de competitividad.

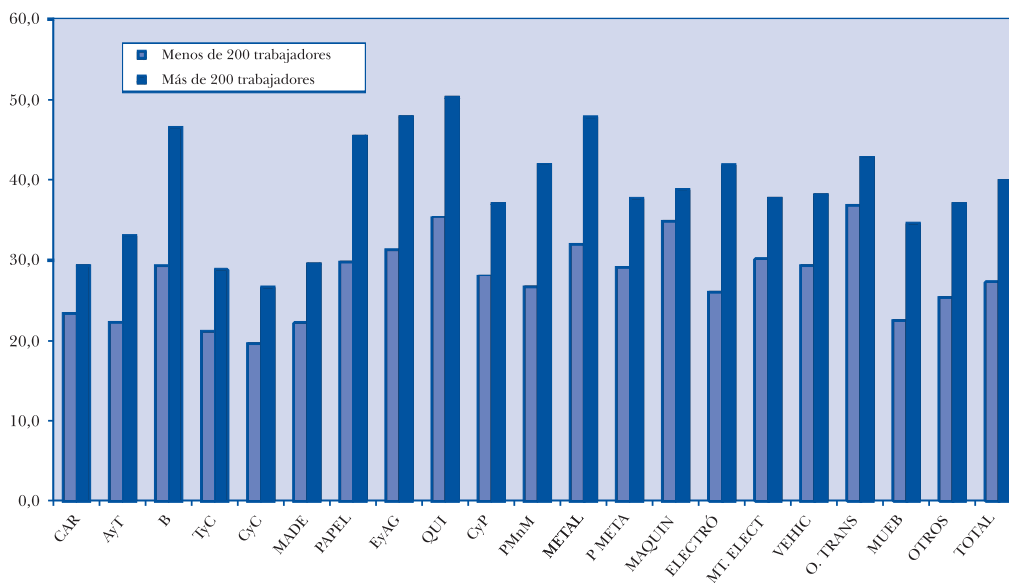
Con el fin de explorar este asunto, en el Gráfico 11 se recogen los costes laborales por ocupado (salarios brutos medios), que resultan ser sistemáticamente inferiores en las pequeñas firmas con relación a las grandes. La distancia entre ambos tipos de empresas difiere por sectores, pero la media obtenida indica que las pequeñas anotan un coste sensiblemente menor que las de mayor dimensión, el 68 por 100 del de éstas, es decir, un 32 por 100 menos.

La dispersión entre sectores no es muy elevada, oscilando entre el 65 y el 75 por 100, tendiendo quizá a aproximarse al extremo inferior las actividades más tradicionales, como alimentos y, en cambio, superando el registro más alto las metálicas, maquinaria y material de transporte. Si alguna tendencia se advierte, aunque desde luego no con nitidez suficiente, es que los salarios vigentes en las empresas pequeñas se acercan más a los que pagan las grandes en las ramas con mejor desempeño exportador.

Asimismo, la productividad es más baja en las pequeñas empresas, y en una medida aun mayor que el salario, pues la cifra media supone solo el 59 por 100 de la que obtienen las grandes (Gráfico 12). En este caso, la separación entre sectores es sensiblemente mayor. Al contrario de lo apreciado en el coste laboral por empleado, las diferencias en productividad parecen acortarse más en los sectores con peores resultados exportadores, lo que apuntaría, en principio, a menores costes por unidad de producto en ellos para las pequeñas empresas, una base positiva para su expansión exterior, insuficientemente aprovechada.

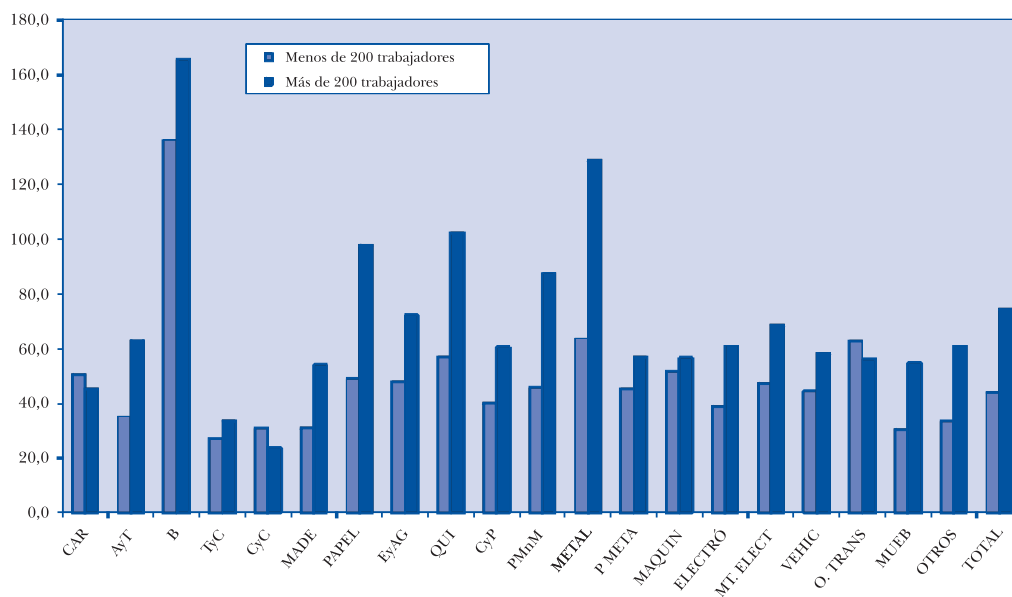


**GRÁFICO 11. COSTE POR OCUPADO EN 2007**



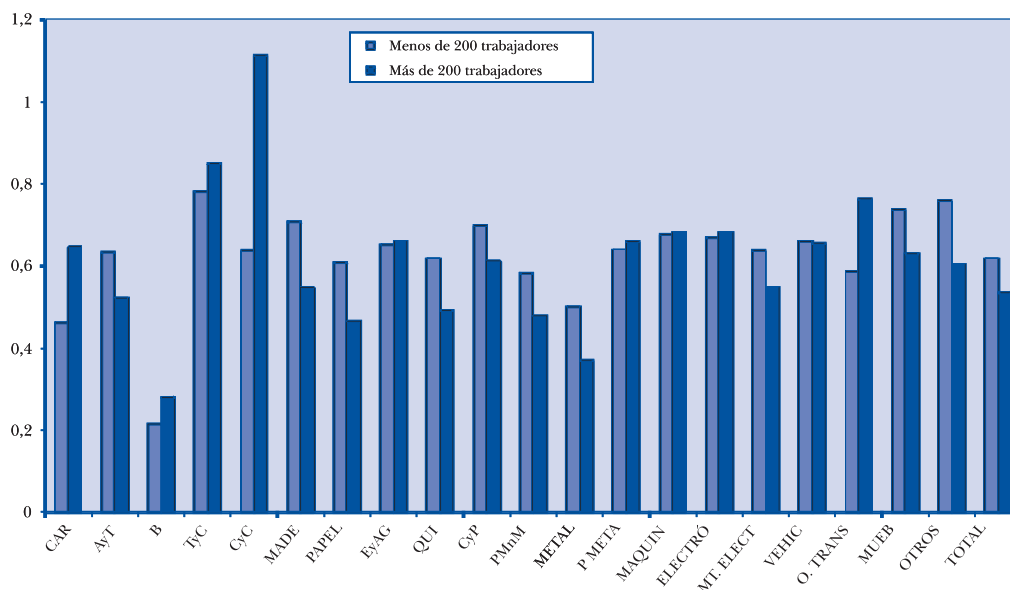
Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

**GRÁFICO 12. PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN 2007**



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



**GRÁFICO 13. COSTE LABORAL UNITARIO EN 2007**

Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

El cálculo del coste laboral unitario (cociente entre el salario medio bruto y la productividad del trabajo), representado en el Gráfico 13, permite combinar los resultados en coste por trabajador y en productividad, proporcionando una imagen precisa de la situación competitiva de las pequeñas empresas. Esta ratio muestra niveles similares en ambos tipos de empresas. Pero, como media, es superior en las pequeñas, indicando que las estrategias de costes desarrolladas por éstas no favorecen mucho su competitividad exterior. Sin embargo, en contra de la apariencia ofrecida por los datos anteriores, no hay una pauta que distinga claramente entre sectores según su posición en la exportación. Algunos con resultados positivos en este terreno alcanzan costes superiores en las pequeñas empresas, como metálicas o química y caucho y prácticos. Otros como los de maquinaria y material de transporte, si se exceptúa la eléctrica, si presentan menores costes en las pequeñas empresas.

No obstante, es posible entrever una cierta relación negativa, aunque débil, entre el comportamiento exportador y el nivel de los costes laborales unitarios, medidos con relación a las empresas de mayor dimensión (Gráfico 14). Un

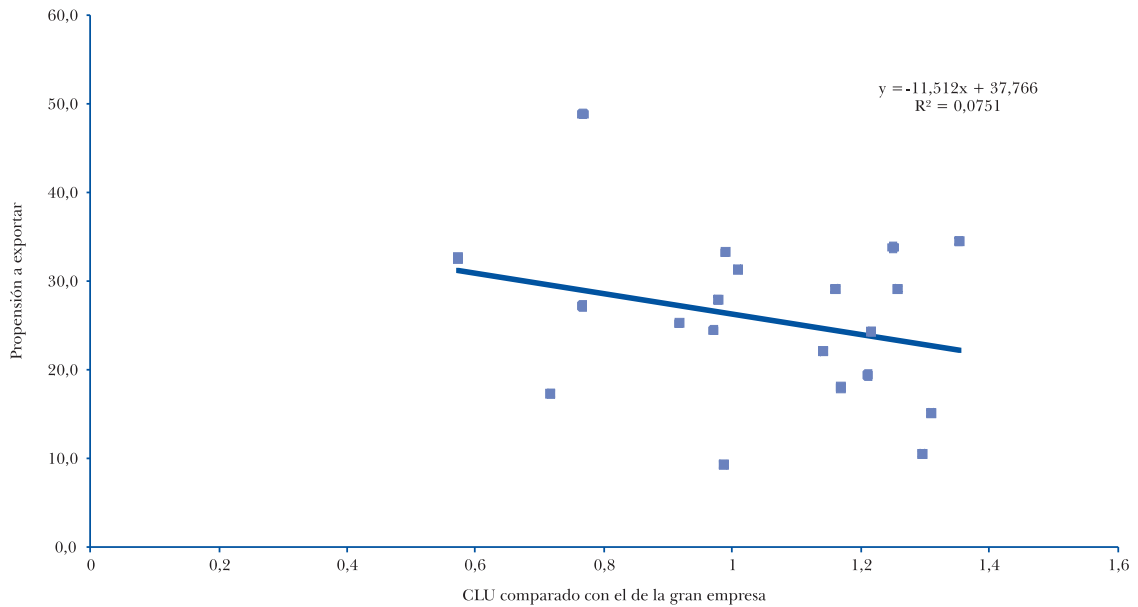
nivel más alto de éstos tiende a traducirse en un peor desempeño exportador.

En cualquier caso, como consecuencia de costes laborales unitarios más altos, las pequeñas empresas consiguen a menudo un margen bruto por unidad de producción inferior al de las grandes (Gráfico 15). Esto sucedía en 2007 en casi la mitad de las actividades, sin que se perciba en este punto la tenue pauta sectorial apuntada al analizar los costes laborales unitarios.

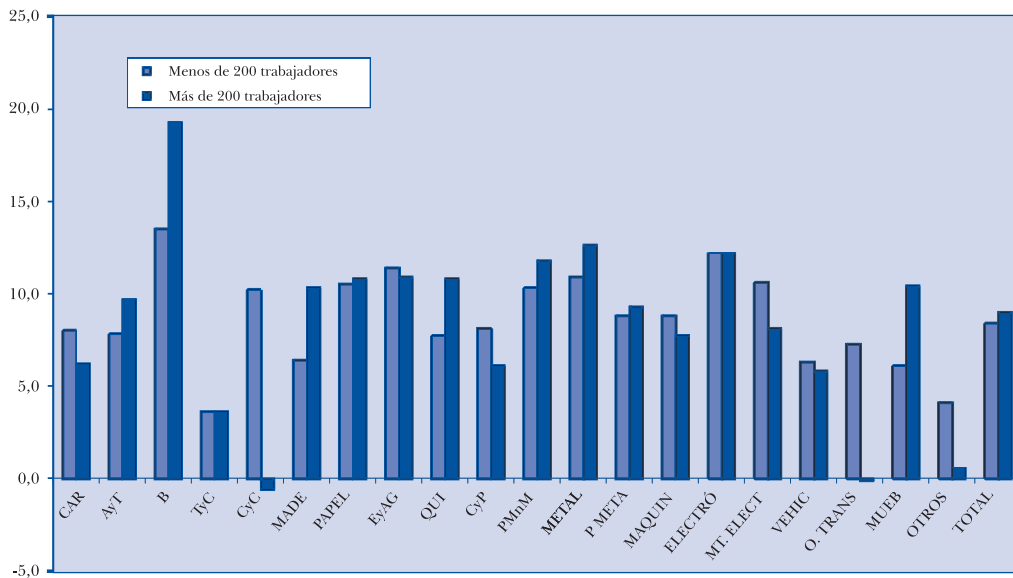
De lo expuesto se colige que no puede relacionarse de forma simple la posición de las empresas pequeñas en materia de exportación con su situación diferencial en costes. La primera razón para ello es que los mayores costes reflejan a veces altos salarios ligados a mayores calidades o especializaciones claras en la producción. No en vano los costes laborales por empleado tienden a ser superiores en las pequeñas firmas más exportadoras. La segunda es que las ventas exteriores dependen de la singularidad de los productos y de su calidad, además de las estrategias comerciales de implantación en los mercados, y no únicamente de los niveles de costes.



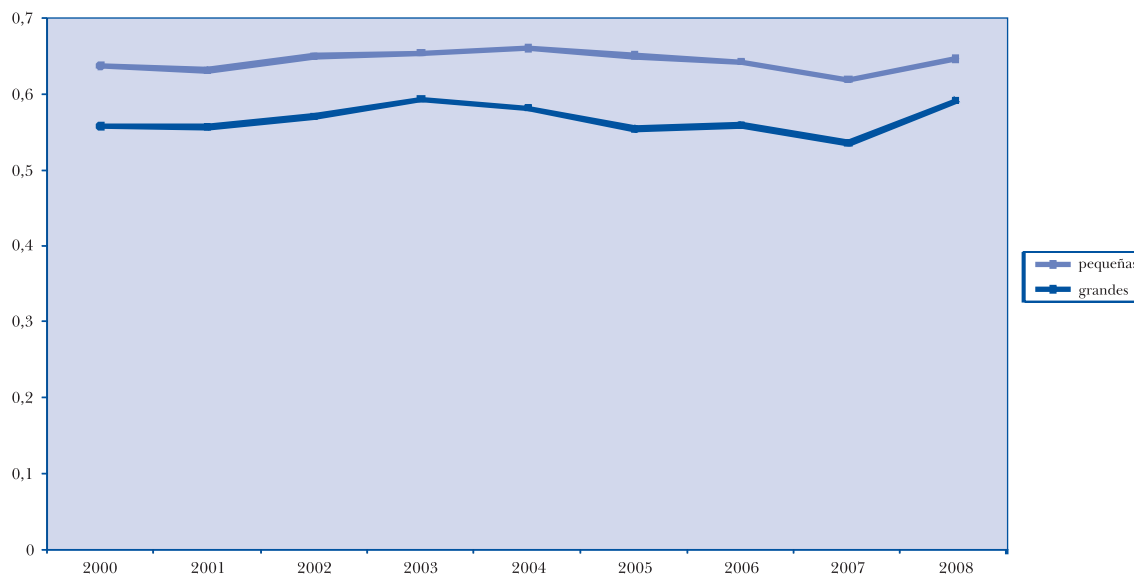
**GRÁFICO 14. PEQUEÑAS EMPRESAS.  
COMPETITIVIDAD EN COSTES Y PROPENSIÓN A EXPORTAR**



**GRÁFICO 15. MARGEN PRECIO-COSTE EN 2007**



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

**GRÁFICO 16. EVOLUCIÓN DEL COSTE LABORAL UNITARIO**

Fuente: Encuesta de Estrategias Empresariales (ESEE), Fundación SEPI, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Con todo, caben pocas dudas de que las pequeñas empresas han seguido una dinámica de costes menos rigurosa que las grandes, con mayores elevaciones de salarios y resultados en productividad ligeramente más pobres que no han debido favorecer su trayectoria exportadora (Gráfico 16).

Esto quiere decir que, a la hora de ofrecer apoyos a la exportación, es importante exigir buenos registros en productividad y salarios, además de en innovación y cualificación laboral que sustentan estrategias de calidad, marca y diferenciación de producto. La posición que una empresa revela en estos aspectos, cuando se compara con sus rivales, es clave para valorar su potencialidad en los mercados exteriores.

## 7. CONCLUSIONES

En este trabajo se han identificado aquellos conjuntos empresariales en los que el patrón de

exportación de España revela particulares debilidades. Éstas se encuentran sobre todo en el universo de pequeñas empresas, del que aquí se ha considerado a las que cuentan con menos de 200 trabajadores, en función de la información estadística disponible, procedente de la Encuesta de Estrategias Empresariales (ESEE).

En líneas generales, se ha corroborado la presencia de un déficit exportador en las PYMEs españolas, cuando se comparan con las grandes empresas, que es general a todos los sectores cuando se examina el porcentaje de empresas que exporta, destacando por sus bajos niveles las industrias más tradicionales, si se exceptúa la de bebidas, que reclaman de un apoyo público para orientarse en una mayor medida hacia el mercado exterior.

La propensión a exportar es menor también en las PYMEs, pero éste no es un resultado tan general a todas las actividades manufactureras. No sucede en algunos sectores importantes: alimentos y bebidas, textil y calzado, madera, mue-



ble, edición y artes gráficas, productos de minerales no metálicos y otro material de transporte, todos ellos, con excepción del último, sectores de la industria tradicional y donde las grandes empresas muestran también bajas propensiones a exportar. No se trata tanto pues de que las PYMEs sobresalgan por su menor orientación hacia el exterior en estas actividades, como de que todas las empresas, grandes y pequeñas, deben mejorar en este aspecto.

Algunos de los sectores mencionados poseen un importante peso en las exportaciones españolas y también una elevada cuota en el comercio mundial, pero no cabe duda de que la importancia de su comercio exterior debe aumentar, apoyándose en mejoras de la tecnología utilizada, sobre todo para incrementar la calidad de los productos. Con este fin, deberían recibir apoyo a la mejora y diferenciación de sus productos y a la comercialización exterior, fundamentalmente facilitando a las empresas el acceso a ferias y servicios especializados de *marketing* internacional.

En los restantes sectores, las PYMES deben ser el objeto preferente de atención, sobre todo en aquellos casos donde su orientación al exterior es más reducida y más alejada de sus competidoras extranjeras: metálicas básicas y productos metálicos, maquinaria agrícola e industrial, maquinaria y material eléctrico, maquinaria de oficina y ordenadores y vehículos de motor. En algunos casos, como el de la electrónica, en el que el tejido productivo español es reducido, las actuaciones públicas deben apoyar sobre todo el desarrollo tecnológico. En los restantes, las estrategias de calidad y comercialización internacional. El foco de estas últimas debería ser los éxitos logrados en «producto-mercado».

Se ha destacado también la poca relevancia del acceso a los mercados exteriores a través de la acción colectiva, que además ha tendido a perder peso a favor de los agentes especializados y los medios propios. Ello pone de relieve la necesidad de un mayor apoyo a la internacionalización, sobre todo en el caso de las PYMES.

Adicionalmente, se ha señalado que las pequeñas empresas han de mejorar sus estrate-

gias en costes y precios, algo para lo que probablemente deben reivindicar una mayor autonomía en la fijación de salarios, aprovechando el nuevo espacio que brinda la reforma laboral, con vistas a descolgarse de convenios cuyas condiciones se acomoden poco a sus características. Por otra parte, precisan redoblar los esfuerzos dirigidos a aumentar su productividad.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, M.<sup>a</sup> E.; MYRO, R. y VEGA, J. (2007): «Cambios recientes en la especialización inter-industrial de las manufacturas españolas», *Papeles de Economía Española*, n<sup>o</sup> 112, pp. 2-21.
- ÁLVAREZ LÓPEZ, E. y J. VEGA CRESPO: «El patrón exportador de la industria española, dificultades y logros recientes», *Economistas*, n<sup>o</sup> 130, pp. 48-62. Febrero de 2012.
- ÁLVAREZ, E.(2011): «La propensión a exportar de España comparada», Blog de Economía, 17 de septiembre.
- ANTRÀS, P. (2010): «La nueva teoría del comercio internacional y el comportamiento de las exportaciones españolas», *Blog Nada es Gratis*, 1 de noviembre de 2010.
- EASTERLY, W.; RESHEF, A. y SCHWENKENBERG, J. (2009): «The power of exports», *Policy Research Working Paper*, n<sup>o</sup> 5081, The World Bank.
- FUSTER GARCÍA, B.; MARTÍNEZ MORA, C. y PARDO ALÉS, G. (2009): «Las estrategias de competitividad de la industria del calzado ante la globalización», *Revista de Estudios Regionales*, n<sup>o</sup> 86, pp. 71-96.
- MYRO, R., C. DÍAZ DE LA GUARDIA; L. LABRADOR, D. ARAGONESES (2008): «Las empresas TIC de base tecnológica española», en BANEGAS, J. y R. MYRO (dir.) «Impacto de las Tecnologías de la Información en la economía española», Thomson-Cívitas, Madrid, cap. 5.
- MYRO, R. (2011): «La industria y los servicios: competitividad y recuperación», *Economistas*, n<sup>o</sup> 126, pp. 111-118.



MYRO, R. y ÁLVAREZ, M.<sup>a</sup> E. (2010): «El imperativo de la competitividad en la economía española», *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-ICEI, pp. 155-162.

MYRO, R. y FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2011): «Rentabilidad de la inversión extranjera directa de España en el exterior», *Principios, Estudios de Economía Política*, nº 18, pp. 93-108.

RODRÍGUEZ, D. (2008): «Heterogeneidad y competitividad exterior de las empresas industriales», *Papeles de Economía Española*, nº 116, pp. 140-151.

VEGA, J. y ÁLVAREZ, M.<sup>a</sup> E. (2011): «Estrategias de competitividad exterior de la economía española», *Principios, Estudios de Economía Política*, nº 18, pp. 31-46.



## PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español
  - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía. tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008
- Nº30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.

- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009)
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009)
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009)
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010)
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación



**ENTIDADES PATRONO**  
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A  
TELEFÓNICA, S.A  
ENDESA, S.A  
FUNDACIÓN IBERDROLA  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
DELOITTE  
ERNST & YOUNG  
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
INDRA SISTEMAS, S.A  
KPMG  
LA CAIXA  
MAPFRE  
ZURICH ESPAÑA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
FUNDACIÓN ABERTIS  
URÍA & MENÉNDEZ  
ACS  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
CECA  
J& GARRIGUES, S.L  
BAKER & MCKENZIE

**ENTIDAD FUNDADORA**  
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

